

VERS UNE NOUVELLE DOCTRINE PRUDENTIELLE

MICHEL AGLIETTA ET LAURENCE SCIALOM*

L'objet de ce texte est de montrer que la question du contrôle des risques dans le système bancaire et, plus généralement, le système financier ne trouve pas de réponse satisfaisante dans la théorie néoclassique des contrats, en raison notamment d'un traitement inadéquat de l'interdépendance des niveaux de décision. Cette assertion sera étayée d'abord par des arguments d'ordre théorique, mettant en perspective les caractéristiques de la finance irréconciliables avec les présupposés de l'économie des contrats. Elle sera ensuite illustrée par des problèmes actuels de régulation prudentielle internationale. Deux champs d'application particulièrement sensibles dans la période récente seront étudiés : d'une part, la question du contrôle des risques dans les marchés dérivés et la reconnaissance corrélative des modèles de contrôle interne des banques ; d'autre part, les problèmes prudentiels posés par l'émergence de conglomérats financiers.

47

CONTROLE DES RISQUES : REGLES ET CONTRATS

L'interdépendance des niveaux de décision concernant la relation entre un contrôleur et un contrôlé est généralement traitée dans le cadre de la théorie des contrats et notamment de la branche néoclassique pure de celle-ci, à savoir, la théorie de l'agence. Les champs d'application sont multiples (économie du travail, relation prêteur-emprunteur, économie de l'assurance etc.). D'évidence la politique prudentielle s'inscrit dans ce programme de recherche. En effet, la relation entre le contrôleur et le contrôlé est marquée par des asymétries d'information, le contrôlé bénéficiant d'un avantage informationnel sur sa propre situation. Par ailleurs, le problème d'agence est conforté par le fait que le supervisé (l'agent) dispose d'une marge de manoeuvre, que son action affecte le bien-être collectif (la faillite d'une banque génère des coûts sociaux

* Université de Paris X, MINI-FORUM

Cet article a fait l'objet d'une présentation lors des XIV^{èmes} Journées Internationales d'Economie Monétaire et Bancaire organisées par le GDR économie monétaire et financière et le LEREP - Toulouse, 4-5 juin 1998.

supérieurs aux coûts privés) et que les actions qu'il entreprend sont difficilement observables par celui qui est en charge du contrôle (le principal). Il s'agit donc d'imaginer un contrat qui incite l'agent à agir dans l'intérêt du principal, c'est-à-dire qui pousse les intermédiaires financiers et particulièrement les banques à maîtriser les risques qu'ils prennent et ainsi à stabiliser le système financier. Ce type de contrat doit introduire des clauses d'incitation à la révélation des informations privatives, mais également des dispositifs de surveillance - rétorsion. En effet, les agents bénéficiant d'un monopole informationnel disposent d'une rente de situation, qu'ils cherchent systématiquement à exploiter en vertu d'une rationalité opportuniste. Ce comportement est évidemment générateur de risque moral.

Dans la théorie des contrats, le mécanisme de surveillance vise à contrôler les « agents ». Il s'agit de s'informer sur leurs activités afin de vérifier qu'ils respectent leurs engagements et éventuellement afin de prendre des mesures de rétorsion. Comme le rappelle Brousseau¹, dans cette perspective seules trois alternatives sont envisagées par la théorie :

- L'auto-contrôle qui signifie que chaque partie exerce une surveillance sur l'autre, les contractants se contrôlant mutuellement.

- L'arbitrage externe non spécialisé qui implique que si une partie ne respecte pas le contrat, l'autre peut recourir au système judiciaire.

- Le superviseur, c'est-à-dire l'agent spécialisé dans la tâche de contrôle et qui dispose d'un pouvoir de coercition. La littérature distingue alors deux cas : le superviseur est un des cocontractants ou c'est un tiers rémunéré pour surveiller le déroulement du contrat. Il a alors un pouvoir d'investigation.

48

La première des solutions envisagées, à savoir l'horizontalité des relations de contrôle, est inopérante en raison des caractéristiques propres à la finance, en particulier au marché du crédit. En effet, pour que puissent s'imposer des mécanismes de contrôle mutuel entre banques, il faut qu'une norme de référence soit clairement identifiable par les participants au marché, afin que la mesure de l'écart à la norme soit possible. Or, en raison de la nature même du « bien » échangé sur le marché du crédit, à savoir des promesses de remboursement, un tel repère collectif n'existe pas. Les banques sont, dans leur ensemble, soumises à une incertitude sur la qualité des crédits qu'elles octroient. Cette qualité n'est véritablement vérifiable qu'à la fin du contrat de prêt, c'est-à-dire quand le principal a été effectivement remboursé. Les banques gèrent individuellement cette incertitude par l'adoption de dispositifs de monitoring de leurs emprunteurs, par l'imposition de collatéraux et par des processus de rationnement fondés sur la différenciation des emprunteurs et leur catégorisation. L'impossibilité du contrôle mutuel tient alors au fait que l'ensemble de ces dispositifs

réducteurs d'incertitude sont communs à l'ensemble des banques à un moment donné, c'est-à-dire qu'ils reflètent un modèle de représentation et donc d'interprétation propre à la communauté bancaire. Cette caractéristique explique l'importance du « climat de affaires » dans l'évolution du marché du crédit, avec ses vagues collectives d'optimisme ou de pessimisme. Il est, en effet, frappant de constater que ce marché est guidé par des évolutions cycliques, des périodes d'écrasement des primes de risques précédant des périodes où, au contraire, les spreads surévaluent les risques et entraînent des phénomènes de « credit crunch ». Le contrôle mutuel relève alors du jeu de miroirs ; quand les perturbations surviennent, elles sont souvent collectives². De tels phénomènes fondés sur l'absence de repère objectif commun d'évaluation affectent d'autres sphères de la finance, et notamment, à certains moments, les marchés secondaires d'actifs, d'où *l'impératif de production de normes conventionnelles d'évaluation de l'exposition au risque de crédit et de marché*.

L'horizontalité des relations ne permet donc pas à elle seule de contrôler les risques dans la finance. La théorie néoclassique des contrats prévoit alors deux autres solutions : l'arbitrage externe non spécialisé avec recours au système judiciaire et le recours au superviseur spécialisé dans les tâches de contrôle et disposant d'un arsenal de rétorsion. La première de ces solutions est d'évidence inapplicable dans le cas de la banque et plus généralement de la finance en raison du degré de spécialisation requis pour les opérations de contrôle ou d'arbitrage, des délais inhérents aux procédures judiciaires et surtout de la nécessité d'un contrôle en continu, indispensable au traitement précoce des accidents bancaires.

Le recours au superviseur doit être retenu et corrélativement la *verticalité de la relation de contrôle*. Pour les raisons préalablement mises en avant, le superviseur ne peut être un des cocontractants. Il doit avoir un modèle de représentation différent de celui qui domine dans la communauté bancaire, sa fonction objectif étant distincte de celle des banques. Par ailleurs, il produit et applique des normes conventionnelles d'évaluation des risques³. Cette nécessité d'un modèle hiérarchique de contrôle, du recours à un tiers, est d'ailleurs largement reconnue par la théorie de l'agence. Ce n'est donc pas sur ce point que se situe la critique que l'on peut en faire. En revanche, le traitement de l'interdépendance des niveaux de décisions est clairement inadéquat et ne permet pas de penser une politique prudentielle apte à maîtriser les risques dans un environnement de finance déréglementée et internationalisée.

En effet, ce type d'approche théorique ne peut appréhender la politique prudentielle que comme une addition de contrats bilatéraux parallèles, mais indépendants les uns des autres, quitte, dans un second temps, à en déduire des conséquences macro-économiques, via notamment les effets - dominos passant par le canal des relations interbancaires.

Or, il nous semble que l'évolution actuelle de la politique prudentielle souligne l'existence d'un « no bridge » bloquant le passage de l'analyse des relations bilatérales à celle d'un système de relations bilatérales, qu'elle bat en brèche certains résultats de la théorie des contrats et qu'elle ouvre de nouvelles pistes de recherche en mettant en avant de nouveaux problèmes et de nouveaux principes de supervision ignorés de la théorie des contrats.

Plus précisément, des stratégies de contournement de supervision peuvent être mises en oeuvre par la constitution de groupes financiers propices à des transferts d'activité vers des entités moins réglementées. Dans un tel cas, il n'y a pas transgression du contrat bilatéral par le supervisé (par exemple le contrat liant la banque avec le superviseur bancaire), mais une sorte d'arbitrage entre contrats de supervision.

Ce constat complexifie fortement la politique prudentielle. En effet, à la globalisation et à la déspecialisation de la finance doit répondre une politique prudentielle elle-même globalisante. Mais, en raison de l'internationalisation et de l'impératif de préservation des souverainetés nationales, ce nécessaire contrôle global ne peut être unitaire, c'est-à-dire exercé par une seule instance. La bilatéralité de la relation superviseur - supervisé qui régnait dans les systèmes financiers réglementés et qui facilitait considérablement le contrôle des institutions financières, tout en limitant le coût, ne peut être recréée sur le même modèle, c'est-à-dire sous une forme traitable par le modèle principal - agent. Elle doit être reconstruite à partir d'une *codification stricte des rapports au sein même du niveau supérieur* : adoption du principe « solo plus », accroissement de la coopération et de la coordination entre superviseurs (au niveau national et international), règles de divulgation et de partage de l'information entre les superviseurs etc. D'une certaine manière, cette imposition d'un code de conduite entre superviseurs et de procédures visant à créer un cadre de gestion de leurs éventuels conflits (phénomène de risque moral entre superviseurs) témoigne de l'émergence d'un méta-niveau de supervision. En d'autres termes, apparaissent des principes et un cadre de contrôle de l'action du contrôleur. Tous ces dispositifs régissant les rapports entre superviseurs visent finalement à construire une rationalité collective au niveau international, dans un univers où l'intégrité du système financier peut être menacée par le risque systémique.

Par ailleurs, il est généralement admis par l'économie néoclassique des contrats que l'introduction de la dynamique et donc de la répétition des jeux atténue le problème de l'opportunisme et allège donc la nécessité d'un lourd et complexe dispositif de rétorsion - surveillance. En effet, la durée de la relation permet au principal d'inférer une partie de l'information détenue par l'agent et élargit ses possibilités de rétorsion en cas

de comportement opportuniste. La prise en compte du temps ouvre un espace aux phénomènes d'apprentissage, les contractants acquérant de l'expérience sur le comportement de l'autre. Elle permet aussi d'introduire la variable réputation (tant du superviseur que du supervisé) car la réputation accroît les coûts d'opportunité des comportements opportunistes et en limite les manifestations.

L'accroissement des problèmes prudents dans la période récente montre que ce résultat solide n'est vrai qu'à environnement constant. La déréglementation financière et bancaire a modifié l'environnement dans lequel se nouent les relations entre supervisés et superviseurs et d'évidence l'analyse dynamique a, dans ce cas, accru les possibilités de comportements opportunistes et les asymétries d'information qui les guident. Ce résultat paradoxal s'explique par une plus grande réactivité du niveau inférieur (supervisés) aux opportunités créées par la déréglementation. En d'autres termes, *les capacités d'apprentissage et d'adaptation aux mutations environnementales se sont révélées fort différenciées entre agent et principal*. Ce qui a eu des conséquences fâcheuses sur l'efficacité de la politique prudentielle et nécessite maintenant une refonte de celle-ci, tant dans ses modalités opératoires que dans ses fondements même.

Parmi les éléments constitutifs de ce renouvellement de la politique prudentielle, on doit citer la reconnaissance d'une co-responsabilité quant à la solvabilité des institutions financières entre superviseurs et supervisés, c'est-à-dire *la reconnaissance du contrôle interne*. Ce nouveau principe de supervision ne fait pas partie du champ des possibles de la nouvelle théorie micro-économique. Le contrôle interne qui consiste à décentraliser les responsabilités de supervision en déléguant une partie de celles-ci au supervisé lui-même est non intégrable au corpus théorique des contrats, en ce sens qu'il présuppose une conception non unitaire de « l'agent ». L'idée générale pourrait être traduite de la manière suivante : au prix de certaines règles d'organisation interne imposées par le superviseur, règles qui ont pour objectif de recréer au sein même de la firme la distinction entre contrôleur et contrôlé, il est possible et même plus efficace, au sens de moins coûteux, de nouer une relation de supervision interne à l'entreprise, dès lors que le superviseur externe garde le pouvoir de valider la qualité de cet auto-contrôle. D'une certaine manière il y a alors imbrication des contrats, l'agent étant lui-même décomposable en une unité contrôlée et une unité contrôleuse, un contrat de type principal - agent peut se nouer en son sein même, la bonne exécution de ce sous contrat étant elle-même soumise à un contrat englobant noué avec le superviseur externe. Ce dernier a désormais pour fonction d'évaluer la qualité de cet auto-contrôle et donc de contrôler les méthodes de contrôle. Plus précisément, il ne s'agit pas d'évaluer les comportements effectifs du supervisé, mais de repérer

l'écart par rapport à une norme de qualité de l'auto-contrôle. Le présupposé de cette décentralisation de la supervision est évidemment que les asymétries d'information sont minimisées par un contrat de surveillance interne à la firme. Cela revient à admettre que la perception des risques est liée à un apprentissage et que les praticiens ont donc un avantage en ce domaine. De fait, la contrainte « mark to market » impose aux opérateurs de marché une réaction quasi-instantanée aux risques qu'ils évaluent. Il n'en demeure pas moins qu'une potentialité de conflit entre les opérateurs sur le marché et l'institution à laquelle ils appartiennent existe en raison de leur incapacité à appréhender de manière agrégée les risques qui engagent l'institution dans son ensemble. L'activité des opérateurs de marché doit donc être contrôlée.

Contrairement aux conceptions véhiculées par la théorie de l'agence, la nouvelle doctrine prudentielle souligne clairement que *tant le niveau supérieur (superviseur) qu'inférieur (supervisé) ne peuvent être pensés comme unitaires*. Ce faisant, l'interdépendance des niveaux de décision dans la relation de contrôle des risques dans la banque et la finance est beaucoup plus complexe que ne le présente la théorie des contrats. Son analyse doit intégrer non seulement la relation verticale entre chaque type de superviseur et les institutions financières qu'il contrôle, mais également les choix stratégiques opérés par les supervisés et directement liés à la spécificité des relations verticales de surveillance⁴, ainsi que des phénomènes de risque moral pouvant apparaître entre superviseurs d'institutions financières différentes et éventuellement de pays différents.

Il convient néanmoins de reconnaître que cette nouvelle doctrine prudentielle et notamment l'avènement du contrôle interne, n'apporte pas de réponse à un problème qui affecte la théorie de l'agence, à savoir la reconnaissance de l'incertitude. En effet, si l'environnement est simplement risqué, un contrat optimal est possible, on peut rédiger un contrat contingent spécifiant les droits et devoirs de chacun en fonction de chacun des états du monde possibles. Lorsque l'incertitude est radicale, l'environnement n'est plus appréhendable en termes statistiques et la décision n'est plus assimilable à un calcul. Dans ce cas, tant les outils forgés par la théorie de l'agence que ceux associés à la nouvelle politique prudentielle actuellement en émergence (création d'un méta-niveau de supervision, décentralisation du contrat de supervision au sein même de la firme financière etc.) peuvent être battus en brèche. Il faut donc reconnaître et admettre cette possibilité d'occurrence d'une crise d'ordre systémique et en tirer les conséquences notamment quant à *l'impératif de réactivation d'un pouvoir discrétionnaire de prêt en dernier ressort*.

*LA PREVENTION DES RISQUES
DANS LES MARCHES DERIVES*

Au cours des années 80, les symptômes de vulnérabilité des banques aux fluctuations des prix des actifs financiers se sont multipliés. Au tournant des années 90, la chute des prix immobiliers a précipité les crises bancaires dans de nombreux pays. Le marché international des engagements interbancaires s'est contracté et les primes de risque y ont augmenté. A la fois les grands emprunteurs de fonds liquides et les détenteurs non bancaires de fonds à placer ont cherché des moyens, moins coûteux pour les premiers et plus rémunérateurs pour les seconds, de gérer les trésoreries que de passer par l'intermédiation bancaire. Les innovations financières se sont engouffrées dans cette tâche. Il s'est développé un marché de gros mondial de la liquidité sur supports-titres. En conséquence, les risques de marché ont pris une plus grande importance. Une intense activité a été déployée pour couvrir, transférer, dissocier ces risques. Cette activité a provoqué un essor extraordinaire des marchés dérivés. Les banques commerciales, les banques d'affaires, les maisons de titres ont trouvé de nouvelles sources de profit en tant qu'intermédiaires de marchés. Les risques inhérents à ce rôle sont devenus une préoccupation majeure des autorités prudentielles.

Une enquête menée par les banques centrales du G10 en 1995 donne des ordres de grandeur du risque lié à la volatilité des prix sur les marchés dérivés de gré à gré. On a une idée de la croissance explosive de ces marchés en mesurant le montant global des encours de notionnel. Fin 1993, la taille brute des marchés dérivés de gré à gré était évaluée à 8,5 trillions de dollars, celle des marchés organisés à 7,8 trillions. Fin 1995 les mêmes sources estimaient la taille des premiers à 18 trillions, celle des seconds à 9,2 trillions. La croissance du gré à gré s'est poursuivie à un rythme encore accéléré, de sorte que la taille globale de ces marchés pourrait avoir atteint 55 trillions de dollars à la fin de 1996.

Bien entendu, le notionnel des marchés qui n'échangent pas les encours de produits financiers mais les flux de paiements contractuels, qui adossent des contrats à d'autres contrats de caractéristiques opposées, n'indique rien du montant des fonds exposés au risque de variation des prix. Une estimation de ce montant est la valeur de marché des contrats dérivés, c'est-à-dire la valeur nette actualisée des flux de monnaie échangés par les contreparties pendant la durée de vie des contrats. Cette valeur de marché mesure le changement de valeur de l'encours des contrats dérivés de gré à gré, résultant de la variation des prix des sous-jacents, surtout les taux d'intérêt et les taux de change, depuis l'origine des contrats. Elle dépend de la nature des contrats. Ceux qui impliquent un échange de devises sont plus risqués que ceux qui échangent des

paiements d'intérêt dans une même monnaie. Compte tenu de la structure des contrats au moment de l'enquête, la BRI évalue la valeur de marché à 4% du notionnel global, soit environ 2,2 trillions de dollars. Une mesure plus précise de la sensibilité aux chocs de prix aboutit à une variation moyenne de 2 à 3% du montant du notionnel pour une variation de 1% du taux d'intérêt dans les contrats simples de taux. Cette évaluation se compare à une sensibilité de 4 à 6% du montant de la dette pour 1% de variation du taux d'intérêt dans les marchés de dette négociable.

Le mérite de ces estimations globales, les premières dont on dispose, est de situer l'ampleur du problème. Les marchés dérivés de gré à gré en dépit de leur croissance vertigineuse, ne sont pas globalement et en situation normale des sources autonomes de risque excessivement importantes. En outre, si les dérivés sont utilisés pour couvrir des risques de prix affectant les marchés de titres sous-jacents, les effets des chocs de prix sur les deux types de marchés ne s'ajoutent pas, mais se compensent partiellement.

Cependant les estimations moyennes sont trompeuses. Les structures de marché peuvent dissimuler des fragilités qui ne se révèlent que dans les situations de tension (de stress) lorsque l'instabilité des prix prend une ampleur anormale. L'enquête des banques centrales du G10 soulève quelque peu le voile épais qui occulte le fonctionnement des marchés dérivés de gré à gré. Comme ce sont des segments d'un marché de gros de la liquidité, la possibilité que certains de ces segments deviennent illiquides en présence de pertes individuelles importantes de quelques acteurs est une cause de désordre qui peut se propager largement. La capacité des intermédiaires de marché à préserver la liquidité en toutes circonstances est donc décisive pour absorber les chocs de prix.

Or l'enquête montre que les marchés dérivés de gré à gré sont d'une concentration extrême. Vingt firmes cumulent 50 % de l'encours des contrats dans la zone du G-10 ; dix firmes seulement sur le segment des options. Il est possible que cette concentration soit un facteur de robustesse dans la plupart des situations. Car les grandes institutions peuvent mieux diversifier leur portefeuille et investir plus efficacement dans les méthodes formelles de gestion du risque. L'enquête des banques centrales a fait apparaître qu'à ce moment-là les intermédiaires sur les marchés dérivés de gré à gré, en tant que groupe, avaient une exposition nette qui ne dépassait pas 3% de la valeur de marché de leurs clients. Cela veut dire que ceux-ci se trouvaient des deux côtés des marchés. Le transfert de risque se faisait entre utilisateurs, demandant des contrats ayant des caractéristiques opposées du point de vue de l'exposition au risque de prix. S'il en est ainsi, les intermédiaires ont aussi des positions réciproquement opposées. Un intermédiaire particulier, qui aurait une

position exposée au risque trop élevée, pourrait toujours trouver un partenaire pour la transférer dans le marché. La possibilité de trouver une polarisation des positions individuelles lorsque la position agrégée des intermédiaires est faible, résulte donc d'une préférence pour le risque plutôt que de la contrepartie involontaire des demandes des clients.

Néanmoins des épisodes bien identifiés de crises de marché (crises de change dans le SME en septembre 1992, crise obligataire en février 1994, crise du peso mexicain en décembre 1994) et des accidents individuels impliquant des pertes énormes de banques et de maisons de titres sur les marchés dérivés (Barings, Daiwa, Sumitomo, Natwest, etc.) montrent abondamment que les équilibres endogènes des marchés ne sont pas toujours au rendez-vous et que le contrôle des risques par les participants eux-mêmes laisse sérieusement à désirer. Des teneurs de marché très concentrés, dans une situation de tension où leur exposition agrégée est substantielle, parce que leurs clients sont conduits à se couvrir dans le même sens, deviennent très vulnérables à la situation financière de chacun d'entre eux. Car le transfert de risque parmi les intermédiaires de marché implique alors de gros volumes de transactions réciproques qui entraînent des risques de contrepartie élevés. La redistribution des risques de marché selon le profil particulier de chaque intermédiaire provoque dans ce contexte une augmentation sensible du risque de crédit lié au coût de renouvellement des contrats en cas d'insolvabilité d'une des parties.

55

Il est des épisodes de stress ou même cette redistribution d'une exposition globale au risque des intermédiaires n'est pas possible. Le segment de marché devient illiquide à cause des ordres à sens unique de l'ensemble des utilisateurs finaux. Il n'existe pas de prix où le marché puisse s'équilibrer spontanément. Les intermédiaires doivent recourir à une couverture dynamique pour se débarrasser de positions involontaires dangereuses. Cette couverture dynamique propage le déséquilibre sur d'autres compartiments tels que, par exemple, le marché de futures ou le marché au comptant qui sont sous-jacents au segment des options de change.

De telles situations peuvent être appelées des défaillances de marché. Cela se produit lorsque les portefeuilles d'intermédiaires concentrés sur des segments de marché étroits sont affectés par une variation brutale de la volatilité des caractéristiques sous-jacentes ou du risque de contrepartie à cause de la détérioration de la solvabilité de l'un d'entre eux. Le défaut de liquidité induit les intermédiaires à recourir à la couverture dynamique. Celle-ci propage la tension initiale puisqu'elle aboutit à former une fonction de demande qui est croissante du prix sur le marché sous-jacent. S'il n'existe pas d'agents qui apportent la liquidité nécessaire, l'incertitude se répand parce qu'il n'est pas possible d'anticiper le

niveau de prix-plancher où le choc peut être absorbé (cas de la crise du peso par exemple).

Cette structure de marché a renouvelé les principes de prévention du risque. La distinction entre utilisateurs finaux et intermédiaires est très tranchée. L'usage prépondérant des marchés dérivés pour les premiers est la couverture de positions d'actifs au bilan. L'usage spéculatif est le fait d'investisseurs non bancaires (maisons de titres et fonds de placement) ou de banques d'affaires qui ne font pas partie du groupe des intermédiaires. Les incidences systémiques des comportements de ces agents passent par leurs répercussions sur les intermédiaires. Les utilisateurs finaux étant disparates, soit non supervisés, soit supervisés en vue de la protection des consommateurs plutôt que de la prévention du risque systémique, c'est une question ouverte de les soumettre ou non à des obligations spécifiques du chef de leurs activités sur les marchés dérivés.

Les intermédiaires de marché sont de grandes organisations financières capables d'innover dans la gestion du risque et de dialoguer avec les banques centrales du G10 par la voix de leur association professionnelle internationale (International Swaps and Derivatives Association). Loin d'être interprétable en terme de relation principal-agent, l'élaboration des principes et des méthodes de contrôle des risques de marché est une démarche interactive qui modifie les attitudes des intermédiaires et des autorités. Cette démarche développe une régulation évolutive et proche des préoccupations des intermédiaires de marché (market-friendly). Cette conception a supplanté l'approche extensive et prescriptive qui a été préalablement adoptée en Europe. On peut en analyser les éléments majeurs du point de vue des deux catégories de protagonistes.

Adaptation des intermédiaires au contrôle interne du risque et fragilités cachées

Les intermédiaires de marché ont des portefeuilles complexes qui sont composés de titres négociables et de contrats dérivés. Ces portefeuilles de négoce (trading portfolios) sont exposés à la variation des prix de marché à la fois au bilan et hors bilan. A l'heure actuelle ils s'ajoutent aux portefeuilles de crédit traditionnels (banking portfolios) qui sont constitués de prêts bilatéraux, non ou difficilement négociables. Avoir une conception unitaire du risque est à l'heure actuelle encore hors de portée, parce que les deux catégories de portefeuille ne répondent ni aux mêmes principes comptables, ni aux mêmes méthodes de mesure du risque. L'explosion des portefeuilles de négoce a créé le besoin de méthodes statistiques d'évaluation du risque qui a, en retour, transformé l'organisation des firmes.

Le portefeuille de négoce est la combinaison de positions prises sur des marchés très diversifiés par des professionnels qui effectuent les transactions sur ces marchés. Une structure par types de marché s'est imposée dans l'organisation des banques. Elle est doublée d'une structure fonctionnelle. L'exécution des transactions (front office) doit être strictement séparée de leur enregistrement et de leur vérification (back office). Cette double structure à la base doit se retrouver à tous les étages hiérarchiques. Ainsi, au niveau de la direction générale, il doit exister un comité d'audit interne indépendant de l'exécutif ; ce qui signifie que le PDG et les directeurs généraux ne doivent pas y siéger. Toute confusion des fonctions, tout écart au principe de séparation, est une source potentielle de graves anomalies. L'expérience a montré que la plupart des désastres subis dans les marchés dérivés sont venus de positions imprudentes d'opérateurs individuels. Ces positions, non limitées ou excédant les limites, engendrent des pertes que l'opérateur peut dissimuler s'il n'est pas contrôlé par une structure parallèle de vérification et s'il a la complicité de sa hiérarchie directe, elle-même non contrôlée. La faillite de Barings, notamment, est un cas d'école d'un engrenage d'imprudences, de pertes dissimulées sur une longue période et de fraudes (écritures fictives et compte fantôme).

Lorsqu'une organisation de surveillance interne est établie, se pose le problème de l'information qui doit être communiquée pour que le risque soit effectivement contrôlé sur l'ensemble du portefeuille de négoce. Elle doit concilier différentes contraintes. D'abord la gestion du risque de marché est essentiellement dynamique. Les opérateurs de base réaménagent la structure des portefeuilles partiels dont ils sont responsables au fur et à mesure de la variation des prix de marché. La valeur des actifs qui les composent doit donc être réévaluée quotidiennement (mark to market). Ensuite les instances dirigeantes de la banque doivent pouvoir disposer d'une mesure synthétique du risque sur l'ensemble du portefeuille de négoce. Cela implique de prendre en compte les corrélations entre les composantes du portefeuille, mais aussi de se préoccuper des queues de distribution pour évaluer l'ampleur des pertes exceptionnelles, celles qui peuvent mettre en péril la solvabilité de la firme. Cette évaluation du risque doit être homogène à tous les niveaux hiérarchiques pour parvenir à une mesure globale et pour communiquer des limites aux opérateurs de marché. Le modèle statistique d'évaluation du risque, l'incorporation des données de marché, les procédures de transmission des résultats effectifs, de confrontation aux limites, de détection et d'analyse des anomalies, de révision des directives, tous ces moyens d'expertise constituent *le système de contrôle interne du risque*.

Le concept qui fonde les modèles statistiques et garantit leur homogénéité logique parmi tous les intermédiaires du point de vue des autorités

prudentielles est *la valeur exposée au risque* (value-at-risk, VaR). La VaR est une mesure probabiliste de l'exposition au risque. C'est la perte maximale probable qui est associée à un portefeuille de structure donnée pour une durée de détention et un intervalle de confiance déterminés. Cette mesure détermine aussi la contribution de chaque composante à la perte maximale probable du portefeuille global. Elle permet donc de décentraliser la gestion du risque à l'intérieur de l'organisation hiérarchique de la firme. La fixation de limites quotidiennes aux opérateurs de marché, la vérification de leurs ordres, l'analyse de leurs résultats, réalisent en principe un contrôle continu qui est capable de détecter les anomalies et les déviations avant qu'elles ne creusent des pertes irréversibles.

Toutefois les modèles formels de mesure du risque de marché qui se prêtent sans biais à la décentralisation des responsabilités font des hypothèses qui ne sont approchées que dans les périodes de tranquillité des marchés. La faculté de laisser aux opérateurs de base (les traders) une autonomie relative dans l'allocation du portefeuille qu'ils ont à gérer sous la contrainte objective d'une limite maximale d'exposition au risque, résulte de l'adéquation du modèle de contrôle du risque aux conditions du marché.

58

La valeur exposée au risque est une métrique standardisée qui se prête à la décentralisation de l'objectif global de contrôle entre les niveaux de décision lorsque trois hypothèses sont réalisées pour formaliser les processus stochastiques sous-jacents aux caractéristiques des éléments du portefeuille de négoce des banques :

- *La linéarité* des rendements des éléments du portefeuille par rapport à la variation des rendements des actifs sous-jacents. Elle permet de calculer simplement les caractéristiques statistiques du portefeuille à partir des données statistiques mises à jour sur les actifs sous-jacents. Cette hypothèse n'est pas vérifiée pour les options et les profils de type optionnel dissimulés dans les produits complexes.

- *La normalité* des lois de probabilité des rendements des actifs sous-jacents. Cette hypothèse a l'avantage de manier une distribution de probabilité analytique entièrement décrite par deux paramètres seulement (la moyenne et l'écart-type). Comme une combinaison linéaire de variables suivant des lois normales est encore une loi normale, les distributions de probabilité des rendements des sous-portefeuilles et du portefeuille global sont elles-mêmes normales. Le calcul de la VaR en est grandement facilité. Mais cette hypothèse est mise en question par les anomalies des distributions empiriques tirées des données historiques : queues de distribution épaisses (kurtosis) qui suggèrent des probabilités plus élevées que celles prédites par la loi normale d'occurrence des événements extrêmes qui sont essentiels à la VaR ; asymétries des

distributions (skew) entraînant des biais directionnels dans la variation des rendements.

- *L'indépendance temporelle* des événements aléatoires qui garantit la stationnarité des lois de probabilité dans le temps. Cette hypothèse est mise en cause par l'observation des corrélations sérielles des volatilités des actifs sous-jacents, par les changements brutaux dans les degrés de covariation entre les actifs.

La prise en compte des anomalies est la raison de la diversité des modèles internes développés par les banques sous le couvert de la même conceptualisation du risque. Le traitement de certaines complexités, comme la non-linéarité des options, peut entraîner des points de vue contradictoires entre la sophistication des modèles d'évaluation des prix utilisés par les opérateurs et les besoins de simplification pour incorporer les produits optionnels dans le portefeuille global de la banque par les contrôleurs. La perception récente par ces derniers et la sensibilisation des directions générales des banques que la mesure VaR n'a qu'une fiabilité imparfaite entraîne une approche plus conservatrice du risque. Notamment l'attention portée au risque de contrepartie dans les produits dérivés de gré à gré conduit les intermédiaires actifs à durcir les limites d'exposition et à exiger des appels de marge, c'est-à-dire à introduire les garde-fous qui sont ceux des marchés organisés. La tutelle qui s'exerce sur les opérateurs de marché en est renforcée.

59

Il est un contexte de marché auquel l'organisation des banques répond par la centralisation de ses diagnostics et de ses décisions ; ce sont les situations de stress. Les marchés financiers sont, en effet, affectés par des ruptures, des sauts de prix, qui changent radicalement les volatilités historiques. De telles variations imprévues rendent les marchés désordonnés. Les utilisateurs finaux prennent des comportements conduisant à des ventes à sens unique qui détériorent la liquidité des segments de marché les plus étroits. La concentration des intermédiaires les rend tous vulnérables aux difficultés financières de l'un d'entre eux. Dans ces configurations, la méthodologie de la Value-at-Risk ne permet plus de mesurer l'exposition au risque et de guider la gestion. Il faut recourir à des méthodes spécifiques de stress testing qui doivent capter les externalités dynamiques présentes dans le marché lorsque le risque systémique est actif.

Ces méthodes sont centralisées parce qu'elles doivent construire des scénarios catastrophe qui incorporent des événements improbables pour simuler les pertes maximales dans les situations extrêmes. Le problème le plus difficile n'est pas tant la confection d'un scénario particulier que l'estimation de sa probabilité d'occurrence. Celle-ci est, en effet, indispensable pour induire des actions spécifiques telles que la détermination du montant des provisions exceptionnelles, la mise au point des indica-

teurs d'alerte, l'interdiction de certaines transactions. Pour estimer la probabilité d'événements improbables, il faut recourir à des simulations qui requièrent des instruments très puissants. Il faut disposer, en effet, d'un générateur de scénarios, alimenté par des données historiques très longues qui recueillent les données d'épisodes catastrophiques passés ayant provoqué des changements imprévisibles dans les processus stochastiques.

Lorsqu'une situation est identifiée comme étant de stress, en fonction du répertoire constitué et de sa probabilité simulée, l'organisation de la banque doit adopter un dispositif d'urgence pour ses activités de marché. Les lignes routinières de communication font place à des directives élaborées aux niveaux élevés de la hiérarchie. Il est bien clair que cette capacité de transformation organisationnelle échappe complètement à la représentation contractuelle du modèle principal-agent.

La coopération conflictuelle des banques et des superviseurs

Les superviseurs des pays du G10 ont mis au point une démarche commune pour la prévention des risques liés aux activités de marché. Cette démarche modifie profondément la relation entre superviseurs et supervisés. L'approche traditionnelle du contrôle prudentiel était prescriptive et extensive. Elle est toujours en vigueur dans le contrôle du risque de crédit, bien que le développement des produits dérivés et le changement de la conceptualisation du risque qu'il a provoqué laissent présager des transformations dans ce domaine. L'approche traditionnelle est fondée sur la réglementation. Une batterie de ratios impose aux banques de respecter des seuils minimaux ou maximaux pour diversifier les risques, s'assurer de liquidités suffisantes, constituer des fonds propres en vue de la solvabilité. La nouvelle démarche appliquée au risque de marché reconnaît, au contraire, la pertinence de la Value-at-Risk comme instrument d'une meilleure connaissance du risque en dépit de ses limites.

Au lieu de donner des directives détaillées, la méthodologie VaR force les superviseurs à déléguer le contrôle du risque aux banques. Ce sont elles qui déterminent la mesure sur laquelle les provisions prudentielles sont assises. Déléguant le contrôle aux intermédiaires de marché, les superviseurs se reconvertissent dans l'élaboration de principes généraux et dans la surveillance des systèmes de contrôle interne : évaluation de la performance des modèles, des procédures de mise à jour des données, de la qualité et de l'indépendance des jugements rendus par les comités d'audit, de la séparation des fonctions et de la bonne communication des limites aux unités opérationnelles. Cette position des superviseurs implique un renforcement de leurs moyens d'expertise. Car le type d'évaluation requise ne peut se satisfaire d'informations fournies par les

banques dans des formulaires et des rapports. Seuls des examens approfondis in situ peuvent réunir les conditions d'un jugement éclairé sur la qualité du contrôle interne.

Les directives visent l'élaboration de normes générales à la fois quantitatives et qualitatives. La régulation se veut fonctionnelle plutôt qu'institutionnelle. Cela veut dire que le degré d'exigence dans la sophistication des modèles de contrôle du risque dépend de l'activité des firmes dans les marchés. Les utilisateurs finaux pourront bénéficier d'un contrôle allégé par rapport aux intermédiaires des marchés de gré à gré. Par ailleurs, les régulateurs du Comité de Bâle insistent pour que tous les intermédiaires, qu'ils soient des banques ou des non-banques, soient soumis aux mêmes obligations prudentielles. Cela entraîne de faire progresser deux types de négociations : entre les banques centrales réunies dans le Comité de Bâle et les organismes internationaux qui regroupent les régulateurs nationaux des maisons de titres et des assurances d'une part ; entre ces régulateurs et les associations internationales représentatives des intérêts des trois catégories d'intermédiaires sur les marchés dérivés d'autre part. Selon cette procédure, la négociation des normes et des directives pour aboutir à un dispositif prudentiel tolérant aux pratiques des marchés (*market-friendly*) procède par va-et-vient.

En avril 1995, le Comité de Bâle a fait ses premières propositions sur une approche des provisions en capital pour risques de marché fondée sur les modèles internes. Les différentes associations d'intermédiaires dans les marchés de futures, swaps, options, etc. ont fait leurs remarques. Les domaines de désaccords ont été ainsi repérés et circonscrits sur fond d'adhésion commune au principe fondamental de la Value-at-Risk. Des simulations et des expériences en vraie grandeur ont été faites à l'initiative d'intermédiaires de marché volontaires. Les accidents survenus sur les marchés dérivés ont aidé à la prise de conscience des risques et de l'insuffisance des méthodes par les participants. Ils ont aussi souligné les défauts de la réglementation existante dans les marchés organisés, du manque de communication entre superviseurs, de l'absence de transparence qui empêche d'évaluer correctement le risque de contrepartie. Tenant compte de ces avis, le Comité de Bâle a émis en janvier 1996 une première directive qui autorise l'usage des modèles internes pour déterminer la provision en capital pour risques de marché sous certaines conditions.

La manière d'aborder les domaines de controverse illustre la démarche. Un conflit peut se résoudre par une modification des propositions des régulateurs, mais aussi par une amélioration des méthodes de contrôle interne qui atténue ou fait disparaître la source du conflit. Dans le processus ce sont les participants aux marchés qui ont la position haute. Car ce sont eux qui innovent dans les méthodes de gestion du

risque. Les autorités prudentielles cherchent à faire respecter une uniformité raisonnable dans la qualité des méthodes, ce que permet l'approche fonctionnelle. Elles donnent les autorisations d'utiliser les modèles internes comme base de détermination des provisions en capital après approbation des systèmes de contrôle élaborés par les intermédiaires. Elles prennent garde à ce que leurs directives ne soient pas conçues de manière à figer l'innovation des firmes du marché. Elles ont conscience de ce que la sophistication des modèles n'est pas une garantie de l'implantation d'une culture de contrôle du risque dans les institutions financières ; d'où l'importance des critères qualitatifs et du bon dosage entre règles prescriptives et supervision discrétionnaire.

Un champ de controverses provient de la différence de points de vue entre l'exigence de la gestion du risque au jour le jour et celle des provisions en capital. Il se cristallise sur la période de détention du portefeuille sur laquelle la VaR doit être calculée pour servir de base au capital requis. La proposition du Comité de Bâle est une période de dix jours et un intervalle de confiance de 99%. Les banques estiment que ces obligations sont très conservatrices par rapport aux pratiques de gestion du risque qui réaménagent les portefeuilles quotidiennement et qui se contentent d'un intervalle de confiance de 95%. Mais l'objectif n'est pas le même. Les régulateurs ont le souci que le capital affecté absorbe tout ce que l'imperfection des modèles internes ne mesure pas correctement : queues de distribution épaisses, biais asymétriques et changements de corrélations non perçus, non linéarité des options mal captée par de nombreux modèles.

Un autre champ de controverse est le facteur multiplicateur de trois que les régulateurs voudraient appliquer à la VaR annoncée pour déterminer la provision en capital. Les firmes affirment que ce facteur fait double emploi avec les paramètres conservateurs déjà imposés pour calculer la VaR. Elles considèrent que l'ampleur de ce facteur peut provoquer une incitation perverse à prendre plus de risque ou à renoncer aux modèles internes, si la provision est plus faible avec une détermination conventionnelle qu'avec un calcul censé mieux appréhender le risque.

A côté de ces questions épineuses, les autres différences de points de vue paraissent plus faciles à concilier. Ainsi pour évaluer les pertes potentielles résultant d'événements externes, les banques doivent se doter de générateurs de scénarios. Il est alors possible de faire des programmes routiniers pour calculer la perte probable en situation de stress. Pour cela il faut utiliser des données couvrant de longues périodes d'observation, tout en pondérant plus lourdement les données récentes de manière que le modèle réagisse plus rapidement et plus fortement à des changements brutaux de la volatilité dans les marchés. Les enseigne-

ments des tests de stress peuvent en retour aider les superviseurs à mieux estimer le coefficient de sécurité qu'ils imposent et éventuellement à le différencier selon les types de portefeuilles.

LES CONGLOMERATS FINANCIERS : UN CASSE-TETE PRUDENTIEL

S'intéresser à la politique prudentielle appliquée aux conglomérats financiers sous l'angle de l'interdépendance entre les niveaux de décision présente un intérêt particulier en raison de la complexité des interactions en cause. En effet, les conglomérats financiers sont des groupes financiers qui se composent d'entités dépendant d'autorités de tutelle et de surveillance différentes. La difficulté prudentielle qui en résulte est accrue par le fait qu'ils peuvent inclure des activités financières qui, dans nombre de pays ne sont pas soumises à supervision (ex : le leasing, la réassurance, le crédit à la consommation ou certaines activités sur dérivés) et que les sociétés impliquées peuvent exercer leurs activités dans différents pays. Le conglomérat financier offre donc une structure particulièrement propice aux arbitrages de supervision et de réglementation, tant en raison des niveaux différenciés de contrainte réglementaire et de contrôle entre les types d'intermédiaire financier, qu'entre les pays pour un même type de firme financière. En d'autres termes, la formation de conglomérats financiers illustre la capacité d'apprentissage différenciée entre agent et principal et donc la plus forte réactivité aux mutations environnementales, en l'occurrence à la déréglementation, du niveau inférieur. En effet, la structuration des groupes financiers sous forme de conglomérat permet une exploitation du décalage entre l'évolution de l'industrie bancaire suscitée par la déréglementation (déclouonnement, diversification, internationalisation etc.) et les cadres de supervision hérités de systèmes bancaires fortement réglementés, encore largement organisés selon le critère institutionnel et structurés sur une base nationale.

63

La vulnérabilité des conglomérats financiers

Les réglementations de structure qui imposaient une séparation fonctionnelle entre les institutions financières et notamment entre les banques et les autres institutions financières, bien qu'étant source d'une moindre efficacité économique, étaient un facteur de robustesse des systèmes financiers. De telles restrictions permettaient de cantonner le risque au segment du système financier où il se manifestait, aidaient à circonscrire la protection accordée par le prêteur en dernier ressort au seul secteur bancaire et rendaient la réglementation et la supervision techniquement plus simples car plus ciblées. La formation des conglo-

mérats financiers étant directement issue de la levée de ces réglementations, ils convient de déterminer s'ils sont potentiellement vulnérables. De fait, il se pose un problème prudentiel spécifique car les risques dont les conglomérats sont porteurs sont supérieurs à la somme des risques propres à chacune de leurs composantes. La possibilité d'une comptabilisation multiple des fonds propres, le risque d'exposition excessive et les risques de contagion intra-groupe expliquent ce constat. A cela s'ajoute le fait que les conglomérats financiers sont des structurations de groupes susceptibles d'apparaître opaques aux outsiders et notamment aux régulateurs.

Dans un conglomérat financier les exigences de capitalisation peuvent être respectées sur une base individuelle sans l'être au niveau du groupe. Une telle situation se produit notamment quand les mêmes fonds propres sont mobilisés plus d'une fois comme « amortisseurs » au sein du groupe. Ce qui signifie qu'un même capital peut couvrir simultanément les exigences de capitalisation de la maison mère et d'une de ses filiales et même éventuellement de la filiale de la filiale. Le risque de sous capitalisation est alors patent.

Ce risque est encore accru par le fait que chaque société du groupe peut respecter les règles prudentielles la concernant quant à son exposition par rapport à un groupe de clients présentant un même risque économique, alors même que la combinaison de fortes expositions par rapport à une même contrepartie dans différentes entités du groupe peut être dangereuse pour le conglomérat dans son ensemble.

Il existe par ailleurs des possibilités de contagion à l'intérieur des conglomérats financiers. Deux types de contagion sont à distinguer : les contagions d'ordre « psychologique » et les contagions générées par l'existence de positions intra-groupe. On parle de contagion « psychologique » quand elle résulte d'un tarissement ou d'un renchérissement du financement des différentes parties du conglomérat, suite à une difficulté financière rencontrée par l'une des entités du groupe. Ce type de contagion affecte les institutions financières dont le financement est directement conditionné par la confiance du marché. En ce qui concerne les positions intra-groupe, elles prennent la forme d'un ensemble plus ou moins complexe de créances directes ou indirectes que les différentes entités du conglomérat détiennent les unes sur les autres. Ces positions intra-groupe sont plus ou moins transparentes. Elles recouvrent des crédits ou lignes de crédit que la société mère accorde à une filiale ou entre filiales, des participations croisées, des garanties ou des engagements fournis à d'autres entités du groupe, ou une gestion centralisée de la liquidité du conglomérat. Les positions intra-groupe peuvent être au bilan ou hors bilan.

Face à ce constat d'une vulnérabilité spécifique des conglomérats

financiers, la question essentielle est de déterminer si une supervision segmentée, ne considérant que les composantes du conglomerat prises individuellement, peut encore prétendre à l'efficacité. La réponse doit être positive s'il est possible d'écarter les risques de contagion interne en cas de stress financier affectant une partie du conglomerat. De manière opératoire, des dispositifs existent qui visent à restreindre les transferts de capital intra-groupe. Ces « pare-feu » sont donc censés circonscrire le risque à l'entité où il se manifeste. Mais l'expérience montre qu'en cas d'urgence financière, c'est-à-dire quand ils sont véritablement nécessaires, leur efficacité disparaît. Le marché percevant le conglomerat financier comme une entité unique sape l'efficacité de la séparation, le risque de contagion devenant alors patent. A titre illustratif, en 1990 au Royaume-Uni, le dépôt de bilan de British and Commonwealth Group, suite à la faillite de sa filiale de crédit-bail informatique (unité non réglementée), a entraîné sa banque d'affaires pourtant fortement capitalisée. Finalement le groupe entier fit faillite. Ce cas est intéressant car il souligne qu'une faiblesse importante des structures conglomerales peut provenir d'une composante non réglementée, voire simplement moins réglementée.

Le manque de transparence des structures légales et managériales constitue également un risque non négligeable. En effet, les conglomerats financiers sont des structures propices à l'adoption de stratégies visant à desserrer la contrainte de contrôle imposée par les instances de supervision en jouant sur leurs carences, c'est-à-dire sur leurs défauts d'harmonisation des réglementations, de coordination et de coopération. Le contournement de réglementation peut aisément s'opérer par le transfert d'activités vers des sociétés du groupe peu ou pas réglementées. A cela s'ajoute la possibilité d'arbitrage géographique, les contraintes réglementaires pour un même type d'institution financière pouvant fortement différer d'un pays à l'autre. Le « dumping prudentiel » n'est d'ailleurs pas une stratégie à exclure de la part d'Etats cherchant à attirer des implantations de firmes financières.

L'ensemble des développements que nous venons de mener souligne clairement la pertinence de la question de l'interdépendance entre les niveaux de décision (superviseurs - supervisés). Le niveau inférieur (conglomerat financier) peut être tenté d'adopter une stratégie opportuniste en relâchant la contrainte de contrôle que lui impose le niveau supérieur (superviseur) par l'exploitation de ses carences. En retour, le constat par le niveau supérieur de l'accroissement de la fragilité financière de ce type de groupe peut l'inciter à modifier sa doctrine prudentielle dans un sens restreignant les possibilités pour les conglomerats financiers d'adopter de tels comportements pervers. Ce type d'évolution semble actuellement se dessiner.

*La nécessaire refonte du dispositif de réglementation
et de supervision*

La politique prudentielle a jusqu'à une période très récente fait preuve d'un net déficit d'adaptation aux évolutions du secteur bancaire. Elle demeure en effet encore largement structurée autour du présupposé selon lequel la banque au sens strict est le vecteur quasi exclusif du risque systémique via les relations interbancaires et les relations banques-déposants. Il en résulte que les dispositifs de tutelle et de supervision sont encore majoritairement dominés par le critère institutionnel et que les banques bénéficient implicitement du principe « too big to fail ». Or, les fondements même de ce type de politique prudentielle se trouvent atteints par l'engagement croissant des banques dans les activités de marchés (directement ou par le biais de leur appartenance à des conglomérats financiers) et par l'altération corrélative de leur spécificité.

Contrainte par ces évolutions de la sphère financière, une nouvelle doctrine prudentielle se construit, les conglomérats financiers constituant un terrain d'application direct de celle-ci.

Les options prudentielles majeures qui se dégagent tournent autour des axes suivants : une déségmentation de la supervision, une coordination renforcée entre les superviseurs d'institutions financières différentes et de pays différents, un accroissement des contraintes de divulgation de l'information des supervisés aux superviseurs mais également entre superviseurs, la promotion d'une politique de coercition graduée propre à contrer les risques d'aléa moral associés au principe « too big to fail », et la reconnaissance des modèles de contrôle interne.

La question majeure du contrôle interne ayant déjà été traitée, bien qu'elle concerne également les conglomérats financiers, nous concentrons notre analyse sur les autres axes prudentiels.

Pour les raisons préalablement évoquées, l'évaluation de l'adéquation du capital doit s'effectuer au niveau du conglomérat financier dans son ensemble, ce qui rend indispensable une surveillance du groupe en complément du contrôle par segment d'activité. Actuellement, au sein d'un même conglomérat financier, les activités de banques, d'assurance et de marché relèvent chacune de trois autorités de surveillance distinctes, sans que la supervision de l'ensemble du groupe ne soit réellement coordonnée. S'ajoute à cette difficulté l'existence de conglomérats mixtes dont certaines composantes industrielles et commerciales ne font l'objet d'aucun contrôle prudentiel, ni d'ailleurs d'aucune réglementation spécifique. Conscient de ce nouvel enjeu prudentiel, le Comité de Bâle a constitué en 1993 un groupe de travail tripartite avec ses homologues responsables des marchés de valeurs mobilières (l'organisation internationale des commissions de valeurs) et des compagnies d'assu-

rance (l'association internationale des contrôleurs d'assurance) dont l'objet est justement le renforcement du contrôle des conglomérats financiers internationaux⁵. Ce groupe de travail qui a rendu son rapport en juillet 1995 s'est intéressé à la question de la comptabilisation multiple des fonds propres, ainsi qu'aux moyens d'améliorer la surveillance prudentielle des conglomérats financiers internationaux.

Les différentes composantes du conglomérat financier (banques, assurances, maisons de titres) étant soumises à des exigences prudentielles différenciées, les superviseurs sont confrontés à un épineux problème : déterminer si le conglomérat financier dispose d'une couverture en capital adéquate.

Au delà des différentes méthodes proposées par le « groupe Swaan » pour éviter la comptabilisation multiple des fonds propres⁶, l'idée qui semble s'être imposée pour pallier les risques de sous-capitalisation consiste à ajouter à la supervision individuelle des composantes du conglomérat une surveillance globale du groupe, tâche exercée par un superviseur chef de file (« lead regulator » ou « convenor »). Deux conceptions peuvent en effet être envisagées pour répondre à l'impératif d'évaluation du capital au niveau du conglomérat : une supervision de type consolidée ou une approche « solo plus ». Sachant que les superviseurs de banques, d'assurances et de maisons de titres ont des définitions différentes du capital et des ratios de solvabilité et de liquidité, il est généralement reconnu qu'une supervision totalement consolidée est irréaliste à court terme pour les groupes hétérogènes et donc pour les conglomérats financiers. La solution baptisée « solo plus » est donc la plus pragmatique et réaliste. Elle prévoit que les contrôles restent distincts mais que les échanges d'informations entre contrôleurs soient intensifiés en particulier à propos des transactions intra-groupe et des conditions dans lesquelles elles se réalisent.

Le plus de « solo plus » est évidemment conditionné par l'accroissement de la coopération entre les superviseurs et donc par l'intensification des transferts d'information entre eux.

La coopération entre superviseurs

La question de la coopération entre superviseurs revêt une double dimension : elle concerne, d'une part, le renforcement des relations coopératives entre superviseurs d'un même type d'institutions mais de pays différents, et, d'autre part, le renforcement de la coopération entre autorités de surveillance d'institutions différentes (banques, maisons de titres et assurances) et éventuellement de pays différents.

En matière de coopération entre contrôleurs bancaires, l'Union Européenne constitue plutôt un modèle. En effet, la seconde directive de coordination bancaire⁷, qui pose les principes de l'agrément unique et de

la surveillance par le pays d'origine, accorde une large place à la coopération et aux échanges d'informations entre autorités de supervision bancaire. Mais ce type de coopération est insuffisant dans un monde de finance globalisée où les marchés sont étroitement interdépendants, où les intermédiaires opèrent sur un grand nombre de marchés situés dans plusieurs places financières et où des conglomérats financiers créent des solidarités organiques entre différents types d'institutions financières.

La formation de conglomérats financiers pose notamment la question de l'extension de la coopération aux autorités de surveillance des maisons de titres et des sociétés d'assurance. Cette nécessaire intensification des flux d'information entre superviseurs se heurte à quelques obstacles dans sa mise en oeuvre. En effet, si au niveau international les superviseurs bancaires ont de longue date pratiqué activement l'échange d'informations, les superviseurs de marché n'ont acquis cette pratique que plus récemment, le retard des superviseurs d'assurance étant en ce domaine tout à fait patent. En fait, jusqu'à présent les efforts se focalisent essentiellement sur la limitation du risque de comptabilisation multiple d'un même capital dans les différentes sociétés des conglomérats financiers.

L'adoption d'une directive de supervision consolidée en Europe (Directive anti-BCCI) ne doit donc pas masquer les obstacles à la coopération entre superviseurs. Ces difficultés tiennent pour partie à des philosophies assez différentes quant à l'évaluation des risques entre superviseurs bancaires et de marché. Ainsi, dans le cas d'une maison de titres, la valeur des actifs négociables est mesurée en continu par leurs prix de marché. La valeur nette de l'entreprise fluctue avec la variation de ces prix. La firme devant être à tout moment en position de faire face aux pertes éventuelles, les superviseurs ont traditionnellement focalisé leur attention sur le risque de marché et accordé une importance considérable à la liquidité. Une telle conception a eu pour conséquence que certaines formes de financement à court terme peuvent être comptabilisées comme capital. A l'inverse, les banques étant traditionnellement illiquides du fait de la faible négociabilité de leurs actifs (crédits), les superviseurs ont eu à gérer un problème d'évaluation de la valeur nette des établissements de crédit. En conséquence, ils se sont centrés sur le risque de crédit et la question de la viabilité à long terme des banques. Les positions illiquides n'ont donc pas été pénalisées par des exigences supérieures de capitalisation et la définition conventionnelle du capital n'a inclus que des supports de financement de nature plus permanente. Bien que les assurances ne soient pas encore concernées par la directive de supervision consolidée, leur insertion pourrait à terme être envisagée, notamment si les conglomérats banque-assurance continuent de se développer. Or, les différences d'approche sont encore plus marquées

entre superviseurs bancaires et de marché d'une part et superviseurs d'assurance d'autre part. Ainsi, traditionnellement, les autorités de contrôle des assurances concentrent leur vigilance sur les risques de souscription (underwriting risks). L'éventualité d'une faillite résultant de pertes en capital sur l'investissement des primes d'assurance fait l'objet d'une moindre attention, dans la mesure où ce risque est circonscrit par des restrictions quant aux investissements autorisés. La crise de l'immobilier a pourtant montré que les assurances (et pas seulement les banques) pouvaient subir des pertes considérables du fait d'une dépréciation forte de la valeur de marché de leurs investissements. D'une certaine manière, les assurances se trouvent dans une situation assez semblable à celle qui prévalait pour les banques avant la déréglementation, à savoir que les exigences de capital ne sont pas modulées en fonction de la composition des actifs détenus et que celle-ci est simplement contrainte par des restrictions réglementaires. Cette situation ne sera certainement pas tenable à long terme, dans la mesure où, comme ce fut le cas pour le secteur bancaire, la déréglementation crée des incitations à la prise de risque.

Les obstacles ainsi soulignés à la coopération entre superviseurs de banques, d'assurance et régulateurs de marché pourraient sans doute être partiellement surmontés dans le cadre de l'Union européenne par la création d'une instance européenne qui regrouperait les informations sensibles. Cette agence européenne serait sans doute la mieux placée pour analyser les processus de propagation du risque de système et détecter les maillons faibles.

69

Transparence et divulgation de l'information

La question de la divulgation de l'information revêt une double dimension. La première concerne la réduction des asymétries d'information entre superviseurs et supervisés, et la promotion de la transparence des structures des groupes bancaires et financiers. La seconde concerne les règles de partage et de divulgation de l'information entre superviseurs.

L'accroissement de la transparence et de la divulgation de l'information prudentielle pertinente pour le superviseur est la condition préalable à la mise en oeuvre du nouveau rôle qui lui incombe. En effet, en contrepartie de la reconnaissance des modèles de contrôle interne, les superviseurs doivent orienter le développement des instruments des grands intermédiaires de marché et ainsi définir un cadre commun de divulgation publique des informations sur l'estimation des risques pour que ces informations puissent être les plus transparentes possible. Cette transparence doit réduire les asymétries d'information qui sont liées aux produits complexes que sont les risques de contreparties dans les dérivés

de gré à gré. Elle doit également conduire les institutions financières à spécifier la méthodologie des tests de stress et les hypothèses de scénarios de crise pour que les résultats soient intelligibles et exploitables par les superviseurs⁸. Ces remarques concernent les conglomérats pour la partie de leurs activités soumises au risque de marché.

Par ailleurs, dans le cas des conglomérats financiers, le superviseur doit être à même de comprendre parfaitement les structures légales et managériales afin d'évaluer la totalité du risque auquel est confronté le groupe. Cet impératif n'est pas évident à respecter dans la mesure où la plupart des pays ont organisé leur dispositif prudentiel sur une base institutionnelle. Seuls quelques pays comme le Danemark en 1988 ou la Suède en 1991 ont « collé » au trend de déspecialisation en fusionnant leurs autorités de supervision bancaire, de marché et d'assurance. Une telle évolution facilite la supervision des conglomérats financiers s'ils sont constitués sur une base nationale mais ne résout pas la question de la répartition des responsabilités si le groupe implique des sociétés de plusieurs pays. Dans une telle configuration, comme nous l'avons évoqué, la méthode « solo plus » a été retenue. Elle préconise au delà d'une supervision par entité, une surveillance du groupe dans son ensemble conduite par un « superviseur chef de file » qui n'aura pas pour autant l'autorité d'interférer dans l'exercice du contrôle des différentes entités du groupe par les contrôleurs concernés. Son rôle essentiel sera de s'assurer que l'information pertinente concernant le conglomérat est rapidement partagée par les superviseurs impliqués de sorte que leur action soit informée. Cette information sera utilisée pour évaluer l'adéquation du capital du groupe.

Ainsi, dans le cas des conglomérats financiers, la réduction des asymétries d'information entre l'institution financière et le superviseur passe non seulement par une augmentation des contraintes de divulgation de l'information des banques et autres sociétés financières aux autorités de surveillance mais également par la levée des obstacles existant au partage de l'information prudentielle entre les superviseurs impliqués, y compris sur les positions intra-groupe. De fait, l'harmonisation complète des réglementations prudentielles s'appliquant aux différents intermédiaires financiers étant irréaliste à court terme, la coopération entre superviseurs dans l'accès à l'information doit s'y substituer comme moyen de contrer les stratégies d'arbitrage de supervision. Le pragmatisme dans ce domaine consiste donc à établir un « système d'avertissement précoce »⁹. Ce dispositif contraindrait les superviseurs à s'informer mutuellement de tout transfert significatif d'actifs, d'engagements ou de dettes contingentes entre les différentes parties du conglomérat, dans la mesure où de tels transferts constituent une présomption d'arbitrage de supervision.

Le droit d'accès des superviseurs à l'information prudentielle doit donc être le plus étendu possible tant nationalement qu'internationalement, tant entre superviseurs d'une même catégorie¹⁰ qu'entre superviseurs d'institutions financières différentes. Le problème de la qualité de l'information divulguée par les institutions financières à leurs autorités de contrôle reste néanmoins en suspens. Une manière de résoudre ce problème serait d'activer une autre source d'information, à savoir les auditeurs externes. Ceux-ci pourraient être contraints d'aviser le superviseur concerné de toute dégradation de la situation financière d'une institution cliente. Les législations devraient pour cela s'adapter de manière à concilier le devoir de confidentialité des auditeurs par rapport à leurs clients et l'obligation de communiquer les informations pertinentes au superviseur. Le fondement de ce compromis pourrait être une distinction stricte entre les informations divulguées au marché et aux autorités de surveillance. Ainsi, l'information révélée au superviseur garderait son caractère privatif.

La coercition graduée

Le superviseur chef de file sera également responsable de la coordination de toute action de supervision impliquant plusieurs superviseurs devant agir simultanément. Cette coordination sera particulièrement utile s'il s'avère que des sanctions sont nécessaires. Il convient donc que les superviseurs concernés soient dotés de pouvoirs suffisants et crédibles, tant au moment des octrois de licences (phase de l'autorisation d'activité) que pour exercer une surveillance continue, et qu'ils soient autorisés à sanctionner les groupes évoluant vers des structures indûment opaques. Le principe de la coercition graduée pourrait s'appliquer pour la mise en oeuvre de ces sanctions. Ce type de solution qui est très discuté aux Etats-Unis pour les banques, vise à résoudre le problème de la crédibilité de la menace en créant une échelle de réponses graduées et associées à des tranches pré-définies de dégradation de la situation des établissements. La préannonce de ce schéma séquentiel de réponses et le pré-engagement des autorités de supervision à s'y conformer sont évidemment essentiels à l'efficacité du dispositif. Dans le cas des conglomérats financiers, cette réponse graduée devrait s'appliquer en cas d'évolution du groupe vers des structures indûment opaques, voire même quand le conglomérat financier met simplement en oeuvre des stratégies d'arbitrage de supervision. Le retrait de licence étant la sanction ultime, elle ne s'appliquerait qu'au terme d'une séquence de contraintes progressives passant entre autre par l'injonction à une plus grande divulgation de l'information pertinente au superviseur et par l'injonction à une restructuration dans le sens d'une plus grande transparence des structures tant légales que managériales. Dans une telle configuration, les

éventuels conflits d'intérêt entre superviseurs concernés risquent d'affaiblir l'autorité du superviseur chef de file. La tâche de ce dernier sera d'évidence délicate en cas rétorsion et l'on peut donc s'interroger sur l'opportunité de la création d'une instance européenne¹¹ d'arbitrage. Cette instance épaulerait les superviseurs chef de file dans leur activité routinière, sans interférer dans leur action et ne serait dotée de l'autorité de trancher qu'en cas de litige entre superviseurs concernés, son arbitrage n'étant rendu qu'à la demande du superviseur chef de file. La création d'une telle instance permettrait d'atténuer la question de l'aléa de moralité entre superviseurs.

Il convient néanmoins de souligner que le principe de coercition graduée ne constitue pas une panacée. Il peut être battu en brèche dans certaines configurations, c'est-à-dire quand la fulgurance des pertes est telle que la séquence nécessaire à l'application de ce principe n'existe tout simplement pas. Cette remarque s'applique à la fois aux groupes purement bancaires et aux conglomérats financiers, et concerne principalement les pertes sur opérations de marché, notamment sur dérivés. De fait, cette politique de contraintes progressive trouve surtout un terrain d'application dans les activités bancaires traditionnelles.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA M. ET SCIALOM L. (1997), *Intégration financière en Europe, nouveaux risques et politique prudentielle*, Rapport pour le Commissariat Général du Plan contribuant au programme de recherche sur le régionalisme de l'économie mondiale piloté par le Comité « Economie Internationale ».
- AGLIETTA M., SCIALOM L. SESSIN T. (1997), Le contrôle bancaire dans l'Union économique et monétaire, texte présenté le 26 novembre 1997 lors d'un séminaire organisé par le secrétariat général de la commission bancaire.
- BOYD J. H. ET GERTLER M. (1994), « Are banks dead ? Or are the reports greatly exaggerated ? » *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department, Working Paper*, n°531, June.
- BRI (1995), Central bank survey of derivatives market activity, April.
- BRI (1995), *Planned Supplement to the Capital Accord to incorporate market risks*, Basle Committee on Banking Supervision.
- BRI (1995), Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets, February.
- BRI (1997), *Core principles for effective Banking Supervision*, Basle Committee on Banking Supervision, April.
- BROUSSEAU E. (1993), *L'économie des contrats*, PUF
- DAVIS E.P. (1995), Market liquidity risk, in D. Fair et R. Raymond eds, *The competitiveness of financial institutions and centres in Europe*, Kluwer Academic Publishers.
- DE BOISSIEU C. (1996), « Universal banking in Europe : past, present and future », paper presented at the conference organized by the Korea Institute of Finance on Universal Banking, Seoul, 17-18 January.
- DIETSCH M. (1996), « Efficience et prise de risque dans les banques en France », *Revue Economique*, vol 47, n°3, mai.
- EDWARDS F. (1995), Off-exchange derivatives markets and special fragility, *Journal of Financial Services Research*, n° 9.
- FORT J.L. (1995), « la coopération internationale entre autorités de contrôle bancaire », *Revue d'Economie Financière*, n°33, été.
- GARDENER E.P. ET MOLYNEUX P. (1995), « *Managing bank failures* », Institute of European Finance, University of Wales, Bangor.

- GOODHART C. (1995), Financial Globalisation, Derivatives and the challenge for the policies of central banks, *LSE Special paper series*, n° 74, October.
- GREENSPAN A. (1996), *Global Risk Management*, Group of Thirty.
- GUAL J. AND NEVEN D. (1992), « Deregulation of the European banking industry (1980-1991) », *CEPR Discussion Paper*, n°703, August.
- HERRING R.J. ET SANTOMERO A.M. (1990), « The corporate structure of financial conglomerates », *Journal of Financial Services Research*, Kluwer Academic Publishers.
- HERRING R.J. (1994), « The collapse of BCCI : implications for the supervision of international banks », in Kaufman G.G. (ed), *Reforming financial institutions and markets in the US*, Kluwer Academic Publishers.
- IOSCO Working Party 3 (1995), Report on the implications for securities regulators of the increased use of Value-at-Risk models by securities firms.
- KOGUCHI K. (1993), « La formation des conglomerats financiers », OCDE.
- KUPIEC P. ET O'BRIEN J. (1995), The use of bank trading risk models for regulatory capital purposes, *Finance and Economic Discussion Series*, 95-11, Federal Reserve Board.
- KUPRIANOV A. (1995), Derivatives debacles, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol 81/4, Autumn.
- MORGAN J.P. (1995), Risk Metrics Technical Document, 3rd ed.
- Report by the tripartite group of Bank, Securities and Insurance regulators, (1995), *The supervision of financial conglomerates*, July.
- SCIALOM L. (1997), « Les conglomerats financiers : un défi prudentiel », *Revue d'Economie Financière*, n°39, février.
- Sessin T. (1997), « Organisation de la confiance par les banques et développement du contrôle prudentiel en Europe », Thèse de Doctorat, Université Paris X Nanterre.
- VIVES X. (1991), « Banking competition and European integration », in Giovannini A. and Mayer C. (eds), *European Financial Integration*, Cambridge University Press.
- ZAJDENWEBER D. (1995), « Risque et rationalité en période de crise : le cas des intermédiaires financiers », *Revue d'Economie Politique*, 105 (6) ; nov - dec.

NOTES

1. Eric Brousseau (1993), *L'économie des contrats*, PUF.
2. De nombreux exemples illustrent cette assertion. Ainsi en est il de la crise de caisses d'épargne américaines, de la crise de l'endettement des pays en développement ou dans la période plus récente des difficultés bancaires liées à l'engagement des banques dans l'immobilier.
3. En effet, s'il est aisé d'argumenter en faveur d'un ratio imposé de capitalisation, aucun argument économique ne permet d'affirmer qu'un seuil de 8% est préférable à 7% ou 9%.
4. Stratégies d'arbitrage de supervision.
5. Ce groupe est connu sous le qualificatif de « groupe Swaan », du nom de son président.
6. Nous ne développerons pas ici les différentes méthodes retenues, un exposé exhaustif sur cette question sur trouve dans le rapport du groupe Swaan, plus précisément : Report by the tripartite group of bank, securities and insurance regulators (1995), *The supervision of financial conglomerates*, july.
7. Directive 89/646/CEE.
8. Ces éléments font partie des critères qualitatifs de validation des modèles VaR utilisés par les banques.
9. L'expression « early warning system » est utilisée dans le rapport du « groupe Swaan ».
10. L'exemple de la BCCI montre que la question du partage de l'information prudentielle entre superviseurs n'est pas propre aux conglomerats financiers mais peut concerner des groupes purement bancaires s'étant structurés de manière à échapper à une supervision consolidée.
11. Ou internationale, la question des conglomerats dépassant largement les frontières de l'Union Européenne.