

LES NOUVELLES FRONTIÈRES DE LA GOUVERNANCE DU RISQUE

Augustin Landier

Professeur assistant, département Finance, New York University

Ce papier examine les différents thèmes en management du risque qui se trouvent mis au devant de la scène par la crise des « subprimes ». Les institutions financières doivent réfléchir aux améliorations de leur gouvernance du risque non seulement dans ses aspects techniques, mais aussi organisationnels. En particulier, les incitations des agents et les flux d'information au sein de l'organisation apparaissent comme des composantes cruciales d'une bonne gouvernance du risque. Enfin, la crise actuelle suggère que les institutions financières peuvent augmenter leur valeur en s'imposant des contraintes de risque dynamiques, indexées sur l'économie agrégée, pour compléter les contraintes statiques imposées par la régulation.

La longue crise des « subprimes » qui a conduit la valeur actionnariale des banques américaines à fondre de plus de 30 % depuis juin 2007, réduisant à néant plus de cinq ans de rendement de leur capital, a mis le management du risque sous les projecteurs. Les processus internes et externes, qui conduisent les banques, les brokers, les assureurs et les fonds d'investissement à anticiper et choisir le niveau de risque auquel ils s'exposent, sont soudain apparus comme l'organe malade du système financier et donc une menace pour l'économie réelle. Le système financier ne se voit pas simplement suspecté d'avoir pris des risques nocifs pour l'économie dans son ensemble (appelant des régulations plus strictes), mais d'avoir agi au détriment de ses actionnaires, indiquant une gouvernance du risque déficiente. En France, l'affaire Kerviel, événement totalement indépendant, a renforcé l'attention médiatico-politique sur le sujet. Sans céder aux accusations faciles et au sentiment trompeur que le présent était parfaitement prévisible, le but de ce papier est d'esquisser un tableau des grands thèmes qui, en réponse à ces chocs, se dessinent

aujourd'hui comme des chantiers nécessaires pour le management du risque. Nous espérons ainsi fournir une grille de points-clés pratiques utilisables par les praticiens.

Que veut dire « trop de risque » pour une entreprise ?

Avant d'engager l'analyse, il est utile de réfléchir sur l'objectif du management du risque du point de vue de l'actionnaire. Le risque n'est pas mauvais en soi. S'il est la contrepartie d'un bénéfice futur suffisant, il est même bien sûr souhaitable. Pour une entreprise, l'anorexie du risque est une maladie aussi grave que la surcharge de risque. Qu'est-ce donc que le risque optimal ? Prenant le point de vue de l'actionnaire d'une entreprise, la réponse peut sembler simple : le risque optimal est

celui qui maximise la valeur de long terme de l'entreprise, diront les manuels d'économie financière. Mais plus précisément ? Deux sortes de coût du risque pour l'entreprise sont à considérer. Le premier est le « coût de détresse financière ». Lorsqu'une entreprise ne peut répondre à des obligations financières immédiates, elle est conduite à se refinancer dans l'urgence, voire à se revendre ou à se liquider. Dans ces situations, l'urgence diminue considérablement son pouvoir de négociation ; les ventes d'actifs ou les levées de capitaux se font donc à un coût élevé, au détriment des actionnaires. Parfois, l'incertitude qui pèse sur le destin de l'entreprise conduit ses clients et fournisseurs à couper les liens, détruisant la valeur de l'entreprise. Le second coût que l'excès de risque fait peser sur l'entreprise tient au « *timing* » des événements de détresse financière : ceux-ci sont d'autant plus coûteux qu'ils tendent à se produire dans des moments de stress de l'ensemble du système financier, moments où les possibilités de refinancement sont faibles. Il est donc nécessaire, en évaluant le coût du risque, de considérer sa corrélation avec le cycle de l'économie agrégée. Un bon management du risque, du point de vue de l'actionnaire, consiste ainsi à contenir la probabilité des scénarios de détresse financière et sa corrélation avec le cycle économique jusqu'au point où la diminuer plus aurait un coût supérieur à la valeur ainsi « sauvée ». Cette diminution du risque peut être obtenue en réduisant le niveau de levier, en diversifiant, voire en limitant, le type d'actifs et de projets dans lesquels l'entreprise investit, et enfin en achetant des instruments de couverture.

L'importance des incitations

Un premier thème qui émerge singulièrement à plusieurs niveaux de la crise actuelle (affaire Kerviel incluse) est celui de l'importance des incitations. Les individus, qu'ils soient des patrons d'entreprises, des *traders* au sein d'une de ses divisions, ou de simples employés, tendent à agir dans leur intérêt propre (bénéfice financier, réputation, stratégies de carrière) plutôt que celui de l'actionnaire de leur entreprise. Ce

diagnostic n'a rien d'original, c'est depuis Adam Smith, le paradigme de la microéconomie. Mais il a deux corollaires importants. D'une part, des incitations mal réglées peuvent être une source de « mauvais » risque en éloignant l'objectif des managers de celui de maximisation de la valeur de l'entreprise. D'autre part, pour évaluer les risques d'une entreprise ou d'un produit financier, il faut s'interroger sur les incitations des acteurs qui en assurent le pilotage ou la fabrication. Par exemple, pour évaluer une tranche de CDO (*collateralized debt obligations*), il est utile de savoir qui est l'originateur des prêts titrisés et s'il garde une exposition aux prêts. Si ce n'est pas le cas, l'originateur peut avoir été tenté de déformer l'information sur l'emprunteur (en lui suggérant de déclarer des revenus élevés par exemple) pour optimiser son prix de vente du prêt.

Dans le cas des banques, la crise actuelle suggère que, à plusieurs échelons, les décideurs ont des incitations qui les induisent à faire des profits à court terme, au détriment du long terme : tant que les catastrophes surviennent lorsqu'ils ne sont plus en fonction, les managers n'en paient pas les conséquences. Cela peut les inciter à des stratégies de « bombes à retardement camouflées » où des performances immédiates sont obtenues en mettant en péril la santé de long terme de l'entreprise. Pire, un peu comme le dopage dans le sport, certains managers pensent ne pas avoir le choix car leur compétence est mesurée à l'aune des performances de court terme de leurs compétiteurs : si ceux-ci sont « dopés » au risque, il leur est difficile de ne pas en faire autant.

■ Des incitations de long terme

La solution à ce problème pourrait être de rendre les bénéfices pécuniaires des dirigeants fortement dépendants de la valeur de l'entreprise plusieurs années après qu'ils aient quitté leur fonction. L'explosion des bombes à retardement les toucherait alors aussi. Plus généralement, les carrières au sein des entreprises financières doivent être organisées de telle sorte que la réputation des individus soit affectée par les conséquences de long terme de leurs décisions. Actuellement, les organisations souffrent d'un pro-

blème de mémoire courte, faute d'une bonne traçabilité des décisions passées.

Un indice convaincant qui permet d'avancer que le problème des incitations est important pour comprendre la crise actuelle est que les *hedge funds* ont été relativement épargnés. Or, dans la majorité des cas, la fortune des dirigeants de ces capitaux est « bloquée » dans le fonds pour plusieurs années, ce qui aligne leurs incitations avec la performance de long terme du fonds.

■ Un contrôle des risques indépendant

Enfin, la fonction de manager du risque est appelée à être à la fois valorisée et protégée des luttes d'influence dans l'entreprise. Il est crucial que, au plus haut de la hiérarchie, sa voix puisse se faire entendre, qu'elle soit indépendante, et que le manager du risque ait autorité pour obtenir les informations jugées nécessaires. Il faut en particulier veiller à ce que les « cadres stars » soient soumis à des contraintes aussi rigoureuses que les autres : c'est souvent derrière des performances mirobolantes que se cachent les « bombes à retardement ».

La qualité de l'agrégation des risques

Second grand thème émergent de la crise actuelle : celui de l'agrégation des risques au sein de larges organisations. Un des échecs du contrôle prévisionnel du risque au sein de certaines grandes banques tient à la difficulté d'additionner les risques de multiples produits et divisions. Cette addition, pour refléter la réalité, suppose une bonne connaissance des corrélations entre risques de différents produits et donc de traiter une masse considérable d'information. En effet, des détails dans les contrats qui définissent des produits ou véhicules peuvent avoir un impact majeur dans certains scénarios. Par exemple, parmi les véhicules hors-bilan des

banques, certains disposaient de lignes de crédit de « *back-up* » engageant la banque au cas où le véhicule ne parviendrait pas à se refinancer sur le marché. Le risque représenté par l'activation de ces lignes dans un scénario de crise de liquidité créée est fortement non linéaire (il ne se manifeste qu'en cas de crise majeure mais peut alors avoir un impact redoutable). De tels risques ne peuvent être ignorés mais ne se laissent pas décrire aisément.

Le gigantisme et la multiplication des activités de certaines institutions créent une certaine opacité sur le risque agrégé de l'entreprise, non seulement pour les investisseurs mais pour les dirigeants eux-mêmes de ces entreprises.

■ Quelles sont les solutions pour améliorer la qualité de l'agrégation des risques ?

◆ Éliminer les complexités superflues

Tout d'abord, un souci de limiter la complexité dans les produits et les contrats permettrait d'y voir plus clair et de trouver des moyens de « coder » l'information nécessaire à l'évaluation du risque agrégé. Des optionalités cachées (telles que les lignes de crédit « *back-up* » des véhicules hors-bilan) doivent être évitées.

◆ Déconglomératiser ?

Dans certains cas, on peut même penser que la multiplication des activités est allée trop loin et qu'une « déconglomération » du secteur bancaire en entités plus spécialisées, et cotées indépendamment, ferait gagner en clarté. Par exemple, le simple fait de disposer d'un prix déterminant la valeur actionnariale d'une activité donnée constitue une information importante dont une organisation en conglomérat est condamnée à se priver. Le modèle de la banque géante et universelle est donc peut-être à revoir.

◆ Éviter les fausses simplifications : attention aux *ratings*

Autant la simplicité des produits doit être un objectif, autant les mauvaises simplifications lorsqu'il s'agit de la description du risque sont très nocives. Si les *ratings* de CDO sont une mauvaise représentation de leur risque, ce n'est pas seulement parce que les modèles des agences de *ratings* sont insuffisants, ou que les incitations de ces dernières étaient biaisées, mais tout simplement parce que la distribution des pertes et profits d'un CDO est très différente de celle d'une obligation. Le défaut d'une entreprise est un événement « tout ou rien » tandis que les défauts sur une tranche de CDO ont un spectre beaucoup plus continu. Même des tranches sûres peuvent donc varier considérablement en valeur. Interpréter le niveau de risque d'une tranche de CDO triple A par analogie avec une obligation n'a simplement pas de sens.

Les mathématiques financières ont été fortement attaquées durant cette crise. Or, ce sont plutôt des simplifications abusives qui ont donné lieu à des malentendus. Il faut certes trouver le moyen de formuler l'information sur le risque de manière aussi accessible et compacte que possible, mais en se gardant pour autant de faire de mauvaises analogies. Il nous semble, de ce point de vue, que l'usage des *ratings* comme outils de régulation (certains fonds n'ont le droit d'investir que dans des instruments financiers à haut *rating*) et de codage du risque doit être reconsidéré pour les produits structurés.

Reconnaître les limites du « *backtesting* »

Une large partie de l'analyse des risques consiste à se référer au passé pour estimer les risques de l'avenir : il s'agit d'une méthodologie appelée « *backtesting* ». Le risque des positions actuelles est évalué en analysant comment elles se seraient comportées dans des épisodes de crise passés. C'est le principe de la popu-

laire méthode de « *value at risk* ». Ce type de méthode est attractif car certains points historiques négatifs, comme le défaut sur la dette russe en 1998, permettent de prendre en compte le fait que les corrélations entre actifs augmentent dans ce type d'épisode. Cependant, pour certains types d'actifs, le passé ne contient pas d'événements fortement négatifs auxquels on puisse se référer. C'est le cas par exemple si ces actifs sont de fabrication relativement récente, comme dans les CDO (jusqu'à ce que la crise actuelle survienne). Dans ces situations, regarder le passé pour inférer l'avenir donne une vision excessivement rose des risques.

Il n'y a pas de solution simple à ce problème. Le principal est d'en être conscient et de s'imposer de remonter suffisamment loin dans le temps si nécessaire (par exemple, la précédente baisse des prix immobiliers aux États-Unis date du début des années 1990). S'agissant de produits nouveaux, il faut admettre que, avant une période de rodage contenant des crises, les modèles de *pricing* sont difficiles à calibrer. Paradoxalement, l'évaluation des risques des CDO sera désormais bien plus efficace, précisément parce que la crise des « *subprimes* » fournit un épisode historique négatif auquel se référer.

Le risque de liquidité

Là où la crise actuelle aura sans doute le plus surpris, c'est par la rapidité avec laquelle des marchés liquides comme le marché interbancaire peuvent « geler » et par les forts effets de contamination des problèmes de liquidité d'un marché à l'autre. Les banques se sont trouvées prises en tenaille par un problème de liquidité, à la fois à leur passif (difficulté de refinancement de leur dette de court terme) et à leur actif (*via* les expositions hors-bilan et le gel du marché des CDO).

■ Forte corrélation des chocs de liquidité

Le management du risque de liquidité n'est pas en

soi un thème nouveau pour l'industrie bancaire. La transformation de dépôts à vue (pouvant être retirés à volonté) en créances de long terme est même le cœur de son activité. Mais certaines institutions doivent sans doute reconsidérer leur politique de provisions en anticipation de chocs de liquidité qui apparaissent très corrélés entre eux.

■ Des provisions ajustées au cours du temps

Les crises de liquidité majeures ne se produisent pas au hasard dans le temps. Les épisodes de crises de liquidité globales deviennent plus probables quand certains indicateurs agrégés – en particulier le levier

agrégé des banques et brokers – sont tendus. Il est souhaitable d'avoir une politique de provisionnement qui prenne en compte ces effets dynamiques. Il s'agit pour les institutions financières d'un élément stratégique encore sous-estimé car ces crises constituent des opportunités de rachat à bas prix uniques. Les institutions qui sont en position de se porter acheteur dans ces moments peuvent réaliser des gains majeurs. Cet aspect constitue peut-être une seconde raison pour laquelle les *hedge funds* ont été moins touchés par cette crise. Là où les banques sont soumises à des contraintes de régulation statiques, le choix de leur levier par les *hedge funds* est tributaire des contraintes (dynamiques) que leur broker leur impose. Le « *deleveraging* » des *hedge funds* a donc été plus précoce et rapide, limitant leur embourbement.