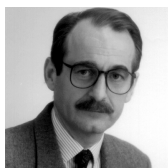


Valeur du risque et rentabilité du capital

Éric Le Bideau
Vice président
Algorithmics Inc.



Les banques cherchent à optimiser la performance du capital qui leur est confié par leurs actionnaires. Une analyse du ROE centrée sur les risques introduit une méthode mieux adaptée aux spécificités bancaires.

Les règlements qui définissent le montant minimum de capital que les banques doivent détenir – et donc rémunérer – évoluent très rapidement et de façon parfois confuse, notamment lorsqu'il s'agit de produire dans chaque pays des textes qui soient compatibles avec les droits nationaux et supranationaux.

Le sens général de ces évolutions apparaît cependant très clair et n'est plus remis en cause :

- le capital réglementaire nécessaire aux banques pour l'exercice de leurs métiers est directement lié au montant des risques qu'elles assument ;
- les approches quantitatives de la mesure de ces risques et l'intégration des «effets de portefeuille» sont en voie de généralisation au rythme permis par la capacité des praticiens à produire des modèles d'analyse qui soient suffisamment robustes et prudents. Les règles initiales qui consistaient à associer un montant forfaitaire de capital à chaque risque identifié, puis à sommer ces montants pour déterminer l'exigence totale de capital, deviennent des solutions par défaut généralement pénalisantes ;
- l'ensemble des risques financiers, quelle que soit l'activité concernée (banque de détail, banque d'investissement, ALM, gestion de fonds...), fait l'objet d'efforts destinés à assurer la cohérence et l'intégration de leurs mesures selon les méthodes qui ont été développées par les gérants de

portefeuilles et, plus récemment, pour les besoins associés au contrôle des activités de marché ;

- la qualité de la gestion au quotidien des institutions financières (contrôles opérationnels, systèmes d'information, pistes d'audit, valorisations complètes et indépendantes, information et implication des dirigeants, processus de prise de décision) est observée avec une attention accrue par les autorités de tutelle et est sanctionnée plus ou moins explicitement par l'affectation d'un coefficient spécifique à chaque institution utilisée comme facteur multiplicatif des risques mesurés et donc du capital exigé.

Optimiser la performance du capital

Malgré les coûts associés à la mise en place dans les banques des systèmes capables de mener ces analyses nouvelles, ces évolutions de la réglementation sont l'occasion, pour elles, de se doter d'une méthode de contrôle et d'optimisation de la performance du capital qui leur est confiée par leurs actionnaires. Cet article en explore certains aspects et en particulier ceux liés à l'impact que cet investissement peut avoir sur la valorisation des actions.

L'analyse fondamentale représente le prix d'une action comme la valeur présente des flux futurs de dividendes :

$$P = B \times (1-r) / (k - ROE \times r)$$

B = bénéfice net
r = taux de rétention des bénéfices : $(1-r) \times B = \text{dividende}$
k = taux d'actualisation demandé par le marché
ROE = retour sur fonds propres.

Quelles que soient les complexités qui peuvent être ajoutées à cette représentation simple, le rapport prix/bénéfice est finalement fonction de trois facteurs principaux : le ROE qui mesure la capacité de croissance interne de l'entreprise ; la politique de distribution des résultats ; l'appréciation par le marché de la «prime de risque» associée à chaque action : le taux d'actualisation «k» des flux de dividendes présente en effet un écart plus ou moins important avec le «taux sans risque» à l'horizon considéré.

Redéfinir le ROE

L'importance du ROE dans la formation de la capitalisation boursière justifie sa décomposition en éléments significatifs pour les gestionnaires. La forme classique de cette analyse retient trois dimensions :

- Résultats/ventes ou taux de marge (M)
 - Ventes/actifs ou rotation des actifs (R)
 - Actifs/fonds propres ou levier financier (L)
- $$ROE = M \times R \times L$$

S'agissant des banques, cette décomposition est inadaptée, car les ratios examinés ne correspondent pas à des préoccupations opérationnelles. Les banquiers gèrent des *spreads* qui sont une notion de marge brute plutôt qu'une notion de vente, ils cherchent à développer les volumes d'actifs (sous réserve de leur qualité) plutôt qu'à les réduire. Professionnels de l'intermédiation, leur passif est composé principalement de dettes (dépôts de la clientèle, marché monétaire, émissions obligataires) si bien que leur ratio actifs/fonds propres est par nature très élevé et n'indique rien sur la qualité de la gestion.

Une autre forme d'analyse mettant en évidence le rôle central de la gestion des risques par les financiers peut s'exprimer sous la forme :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Retour sans risque}}{\text{Fonds propres}} + \left(\frac{\text{Valeur ajoutée}}{\text{Risques}} \times \frac{\text{Risques}}{\text{Fonds propres}} \right)$$

On introduit ainsi plusieurs références qui définissent un cadre pour la répartition du capital entre les différentes activités et la mesure de leurs performances. Ce cadre peut aussi être utilisé pour l'étude des marges financières ajustées du risque obtenues sur les produits fabriqués par les banques et vendus aux particuliers ou aux institutionnels.

Le retour «sans risque» pour l'horizon considéré est le retour sur fonds propres qui représente pour l'actionnaire la référence minimum organisant la hiérarchie des rendements. Il s'agit généralement du rendement à l'échéance des emprunts d'état. On peut substituer à ce taux une autre référence (*benchmark*) qui peut être un objectif, un indice, une performance minimum. Dans ce cas l'égalité précédente doit être transformée pour isoler les risques marginaux assumés par rapport aux risques du *benchmark*.

La différence entre le retour sans risque et les réalisations ou les espérances de résultats (la valeur ajoutée) est mesurée par rapport à l'ensemble des risques pris pour l'obtenir (crédit, marché, opérations...) : **valeur du risque** = valeur ajoutée / risques.

Enfin, il reste à définir pour chaque activité le montant de fonds propres alloués pour couvrir les risques (**levier** = risques/fonds propres). La réglementation impose à ce ratio un maximum de 2.0 pour les risques de crédit et de 3.6 pour les risques de marchés (Tier 1 capital). En différenciant

les leviers par activité, il devient possible d'introduire dans l'analyse un facteur lié à la récurrence des résultats et à la qualité de la gestion.

Une notion de risques fondée sur les calculs réglementaires

La notion de risques à retenir doit être le montant qui résulte de la réglementation. En effet, les règles prudentielles imposent aux banques de détenir à tout moment un niveau de fonds propres suffisant pour couvrir les risques calculés selon leurs méthodes. Le résultat constitue bien le capital nécessaire dont la rentabilité est à mesurer. Deux points importants doivent être ici retenus s'agissant des décisions relatives aux investissements liés aux systèmes de gestion des risques :

- les autorités de tutelle, bien que favorables aux approches quantitatives (modèles internes) maintiennent, par prudence et réalisme, un facteur multiplicateur des risques ainsi calculés. Ce facteur est d'autant plus élevé que le système et les pratiques de l'établissement leur semblent peu fiables ;
- l'approche «portefeuille» de la mesure des risques a pour conséquence que le risque mesuré pour l'ensemble de l'établissement n'est pas la somme des risques élémentaires mesurés par produit, activité... Une allocation efficace du capital doit tenir compte de ce bénéfice de diversification qui peut être ou non crédité à chaque activité selon que l'on cherche à analyser des contributions à la rentabilité globale ou à chiffrer les mérites propres d'un segment particulier.

Une meilleure valorisation des actions

Les paramètres de l'analyse proposée étant définis, on peut identifier certains des éléments qui contribuent à la valorisation des actions lorsque l'établissement dispose des informations quantitatives nécessaires :

- l'établissement bénéficie pleinement de la réduction du capital exigé par rapport aux mesures par défaut qui sont additives. Compte tenu du facteur multiplicatif, cet écart sera d'autant plus significatif que le portefeuille sera diversifié en termes de risques. Les risques de crédit étant, de loin, les contributeurs principaux au besoin de capital, une révision du calcul Cooke qui adopterait les modèles

internes pour les risques de contrepartie accentuerait cet effet ;

- la qualité, l'exhaustivité et l'intégrité du système de gestion des risques mis en place peuvent accroître de 33 % l'avantage précédent en obtenant le facteur multiplicateur minimum (3) plutôt que maximum (4) ;

le choix du levier impacte également directement le ROE puisque le montant des fonds propres, pour un même niveau de risques, peut aller du simple au double. Il faut noter ici que l'utilisation du levier maximum autorisé ne se traduira pas nécessairement par une augmentation du prix de l'action du fait d'un ROE maximisé. En effet il reste au marché à fixer le facteur d'actualisation «K» lequel est naturellement sensible au niveau de fonds propres affiché par l'établissement. Une analyse très complète de cet aspect a été publiée par Montgomery en novembre 1995. Elle montre que les marchés pénalisent les banques sous-capitalisées, mais aussi celles qui sont sur-capitalisées. Elle indique que le niveau de *Tier one capital* (fonds propres) des banques considérées comme «bien capitalisées» serait de 6 % des équivalents crédit (levier = 1.33). Du point de vue de l'actionnaire, le montant de capital qui excède le minimum réglementaire et qui n'apporte pas d'avantage économique (soit en réduisant la prime de risque attachée à une action, soit en générant marginalement un taux de rentabilité supérieur au taux de rentabilité obtenu par le capital réglementaire) est en fait destructeur de valeur ;

- enfin, le ratio valeur ajoutée / risques (valeur du risque) peut s'écrire :

$$\frac{\text{Recettes}}{\text{Risques}} - \frac{\text{Dépenses}}{\text{Risques}}$$

L'industrie bancaire française souffre des comparaisons internationales qui mettent en évidence le ratio dépenses/recettes (coefficient d'exploitation). L'introduction des risques dans l'analyse apporte certaines nuances. En effet, les banques françaises les plus profitables ne présentent pas un coût de gestion des risques (dépenses/risques) très différent de celui de leurs concurrents. Par contre, le ratio recettes/risques est très inférieur en France, qu'il s'agisse de la banque de détail ou de la banque d'investissement. Compte tenu des pertes possibles, la prise de risque doit être fortement rémunérée. A défaut, les investissements et les coûts nécessaires à une gestion rigoureuse et optimale des risques pris ne sont pas supportables. ■