

Capital et RoE dans les banques : fausses croyances et instabilité financière

Par Christophe MOUSSU ⁽¹⁾

Professeur, ESCP Europe, LabEx ReFi

Force est de constater que la représentation qu'ont les banques du niveau de capital optimal et de leurs objectifs en matière de performance a peu évolué depuis la crise de 2008. Or, de nombreux travaux académiques sur le capital des banques montrent que les banques les plus capitalisées sont celles qui résistent le mieux aux chocs, sont les plus efficaces, prennent des parts de marché plus importantes et sont mieux valorisées par le marché. De même, le RoE reste l'indicateur phare de la performance dans les banques, sur laquelle la rémunération incitative des dirigeants est assise. Or, il est établi empiriquement que cette mesure induit des comportements de prise de risque dans les banques, qui nuisent à leurs actionnaires lors des crises bancaires et n'apportent aucun supplément de valeur en période normale. Ces croyances affectent les choix des banques en matière d'allocation d'actifs et de politique financière, et polluent les réflexions stratégiques. Dix ans après la crise financière, une évolution des croyances serait souhaitable, d'autant plus que l'absence d'antagonisme entre les intérêts privés des actionnaires des banques et ceux de la société a été établie.

Introduction

Les crises bancaires s'accompagnent de pertes économiques et sociales importantes. La récente crise financière de 2007-2009, considérée comme la plus grave depuis la crise de 1929, a induit des pertes colossales, comprises entre 6 et 14 trillions de dollars, selon Atkinson, Luttrell et Roseblum (2013). Ces chiffres démontrent l'importance des externalités négatives que font peser les défaillances bancaires sur la société. La stabilité du système bancaire n'est donc pas uniquement le problème de ses actionnaires, de ses clients et de ses salariés, mais bien celui de tous les citoyens. Ce qui a particulièrement choqué dans la dernière crise, c'est qu'elle était la conséquence d'une prise de risque trop importante dans les banques. Celle-ci a souvent été attribuée à une politique monétaire trop laxiste ou à des modèles d'évaluation des risques mal calibrés.

Toutefois, le choix de son niveau de risque par une banque dépend fondamentalement de ses dirigeants, qui agissent en fonction de leurs incitations. Ces incitations peuvent être associées à des objectifs précis ou être guidées par des croyances plus diffuses. Dix ans après l'éclatement de la crise financière, force est de constater qu'il n'y a toujours pas de consensus sur des questions essentielles de gouvernance bancaire, avec des tensions qui restent

vives entre académiques et professionnels. C'est en particulier vrai du niveau optimal de capital des banques et du pilotage de l'allocation d'actifs dans les banques fondé sur le RoE (*Return on Equity*)⁽²⁾. Les travaux menés par les académiques révèlent que de fausses croyances subsistent dans le secteur bancaire quant au modèle optimal de banque. L'objet de cet article est de montrer qu'une évolution de cette représentation serait bénéfique en termes de création de valeur actionnariale et de réduction des externalités.

Capital des banques, croyances et faits empiriques

La question de l'impact du niveau de capital des banques fait, depuis dix ans, l'objet de débats extrêmement houleux. Le niveau de capital des banques est un élément

(1) Cet article repose sur un programme de recherche mené avec Arthur Petit-Romec, dans le cadre de la réalisation de sa thèse de doctorat à ESCP Europe et au LabEx ReFi. Je remercie également Steve Ohana et Michael Tröge pour nos nombreuses discussions sur le sujet et pour leurs commentaires sur l'article. Enfin, je remercie Gérard Comby pour sa relecture attentive.

(2) Le RoE, Return on Equity, est un ratio financier très utilisé pour apprécier la performance financière d'une banque. Il correspond au rapport entre le bénéfice net et les fonds propres de la banque.

central de la régulation du secteur bancaire. Il est destiné à limiter *ex ante* la prise de risque excessive et à augmenter *ex post* la capacité des banques à absorber des pertes. Les arguments majeurs des banques pour résister à une augmentation du niveau de capital réglementaire sont, d'une part, la chute de rentabilité que cela induit – qui les rendrait plus fragiles – et, d'autre part, l'impact négatif sur la distribution de crédit – ce qui pénaliserait la reprise économique.

Qu'en est-il dans la réalité ?

L'étude de Berger et Bowman (2013) – s'il ne faut en citer qu'une – est très révélatrice. Ces auteurs examinent l'impact du niveau de capital sur la part de marché et le taux de survie des banques, deux indicateurs considérés comme les éléments clés de la performance bancaire. Portant sur l'ensemble des banques américaines, cette étude a été réalisée sur la période 1984-2010. Elle couvre ainsi différentes périodes – « normales », de crise bancaire et de crise non bancaire –, et distingue les effets de ces crises en fonction de la taille des banques. Les résultats de cette étude indiquent clairement qu'un niveau de capital plus élevé améliore la part de marché et la probabilité de survie des petites banques, en toutes circonstances. Pour les banques moyennes et de grande taille, la même observation ne vaut qu'en période de crise bancaire.

Comme le synthétise Thakor (2014), les études empiriques montrent que les banques les mieux capitalisées prêtent davantage, créent plus de liquidités, augmentent plus leurs parts de marché, ont des niveaux de valorisation plus importants et une probabilité plus forte de survie en cas de crise financière. De plus, les augmentations de capital réglementaire ont une incidence nulle ou faiblement négative et de court terme sur la disponibilité et le coût du crédit. Au final, il apparaît que les arguments avancés par les banques pour ne pas augmenter leurs fonds propres relèvent plus de la rhétorique que de la preuve scientifique. Ces augmentations sont *in fine* dans l'intérêt des banques, de leurs actionnaires, de leurs clients et de la stabilité financière.

Se pose bien sûr la question de la transition vers un niveau de fonds propres plus élevé. Il faut rappeler que la meilleure manière d'augmenter le capital est de réduire les dividendes, ce que très peu de banques ont accepté de faire durant la crise, ou seulement lorsqu'elles y étaient acculées. Or, comme pour toute entreprise, la modération des dividendes n'est pas un problème en soi à partir du moment où la rétention des bénéfices sert à financer des projets créateurs de valeur. Plusieurs investisseurs institutionnels de premier plan l'ont d'ailleurs bien compris et demandent aujourd'hui aux entreprises d'arrêter de se focaliser sur les bénéfices par action et de couper dans les plans de rachat d'actions ou les hausses de dividendes⁽³⁾. Mais il est clair que tant que la perception des états-majors de banques restera biaisée, il sera difficile de faire évoluer celle qu'ils ont de leur environnement. Comme souvent, les croyances sont auto-réalisatrices et cantonnent le système dans un équilibre sous-optimal qui n'évolue que sous la contrainte.

Pourquoi cette résistance des banques à toute augmentation de leurs fonds propres ?

Il est frappant de constater que malgré la richesse des analyses menées sur le niveau de capital des banques, ces dernières continuent à percevoir un niveau de capital plus élevé comme un frein à leur développement, et non comme un facteur de compétitivité.

Outre la question des croyances, plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer la résistance des banques à augmenter le niveau de leur capital. Parmi ces raisons, on trouve une explication politique, à savoir : si les banques cherchent à s'opposer à des contraintes réglementaires, c'est parce que cela fait partie d'un jeu de négociation entre les banquiers, les régulateurs et le pouvoir politique (Thakor, 2014). Le travail de certains lobbyistes qui répètent inlassablement les mêmes discours, faisant abstraction des avancées de la connaissance, fait sans doute partie de ce jeu de négociation, dans lequel l'objectif est de contrer la réglementation, parce qu'elle est jugée contraignante par essence, même si elle va dans l'intérêt des banques.

Une deuxième raison tient au fait que la dette des banques est subventionnée, soit parce qu'elle bénéficie d'une économie fiscale (voir Trøge et Roe, 2018 ; et l'article de Trøge publié dans ce numéro), soit parce qu'elle bénéficie d'une garantie implicite ou explicite de l'État en cas de défaut. Il est prouvé qu'une évolution du cadre fiscal conduisant au rétablissement d'un équilibre fiscal entre les fonds propres et la dette a un effet bénéfique sur le capital des banques (Schepens, 2015 ; Martin-Florès et Moussu, 2017). Il est en revanche impossible d'obtenir du pouvoir politique qu'il s'engage à ne jamais intervenir pour sauver une banque en difficulté, ce qui est pourtant la condition nécessaire pour éliminer le biais lié à une subvention implicite.

Une troisième raison est que toute augmentation de capital induirait un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers (Admati, DeMarzo, Hellwig et Pfleiderer, 2010) ou vers les contribuables (Moussu et Petit-Romec, 2012).

Enfin, une dernière raison tient au rôle tout à fait central que joue le RoE dans les banques, ce dernier étant mécaniquement réduit par une augmentation de leur capital.

RoE dans les banques : l'origine d'une omniprésence

Un autre mythe à perdurer dans les banques est celui de la croyance selon laquelle le RoE serait un indicateur fiable de la performance, garantissant la création de valeur de long terme pour les actionnaires des banques. Une critique immédiate adressée au RoE (Admati *et al.*, 2010 ; Goodhart, 2013 ; Moussu, Ohana et Troege, 2012 ; Thakor, 2014...) est qu'il induit une incitation à maximiser le levier, avec les effets pervers évoqués précédemment.

(3) Voir, par exemple, l'article de Quintin Price du Financial Times du 18 mars 2018, "Shareholders are not the sole criterion on which CEOs are judged".

Mais les effets du RoE sont en réalité plus pernicious (Moussu, 2014).

Le RoE est omniprésent dans les banques, tant pour mesurer leur performance globale que pour allouer le capital entre les différentes activités bancaires et au sein même de ses activités. Cette focalisation sur le RoE est associée à l'approche *risk management* des banques. Dans cette approche, une charge en capital est définie pour chaque actif en fonction du risque qu'il présente, dans l'optique de couvrir les pertes potentielles. Celle-ci est imposée par le régulateur ou définie en interne. L'objectif au niveau de la banque et de chaque division est donc de maximiser les profits pour un capital économique donné. Le RoE émerge alors de manière mécanique comme la mesure de performance centrale dans les banques ⁽⁴⁾.

La banque est par essence une institution dans laquelle la connaissance est spécifique aux différents métiers et dans laquelle les décisions prises le sont de manière décentralisée. Cette architecture organisationnelle particulière renforce naturellement le recours au RoE, lequel permet de comparer de manière horizontale et verticale l'allocation du capital économique. Il est important de noter que cette approche *risk management* est celle qui a séduit les régulateurs, et ce parce qu'elle était « scientifique » et qu'elle permettait un pilotage du risque au niveau global de la banque. Une première critique tient justement au caractère scientifique des modèles (peut-on évaluer le risque futur sur la base d'estimations se rapportant au passé ? *Quid* des risques extrêmes, du risque systémique ? Etc.). Une deuxième critique est qu'à partir du moment où le RoE devient un instrument de mesure incontournable, il se transforme en cible. Comme le dit élégamment Goodhart : "When a measure becomes a target, it ceases to be a good measure".

Comme pour le niveau de capital des banques, la question de la valeur du RoE en tant qu'instrument de mesure de la performance dans les banques est empirique. De nombreux observateurs – analystes financiers, banquiers et même académiques – tendent à associer le RoE à la création de valeur pour l'actionnaire. Or, il n'en est rien. Le RoE est un indicateur de performance statique, comptable, qui diffère de la création de valeur monétaire effectivement réalisée pour l'actionnaire. Comme pour toute entreprise, une mesure de la performance n'est pertinente que si elle induit des incitations appropriées qui vont dans le sens d'une création de valeur de long terme pour l'entreprise et ses actionnaires.

La question empirique est donc : est-ce que le RoE sert bien l'intérêt des actionnaires des banques ?

RoE : faux « graal » de la performance bancaire

Dans un précédent article, Moussu et Petit-Romec (2017) montrent que si le RoE est utilisé comme mesure de performance dans les banques, il constitue dans la réalité un fantastique marqueur de leurs risques. Les banques sont par essence opaques et le niveau réel des risques pris se matérialise et s'observe au cours des périodes de crise. Se référant aux crises bancaires de 1998 et 2008, les auteurs montrent que le niveau de RoE pré-crise des

banques est très fortement corrélé aux pertes de valeur enregistrées par les actionnaires lors de la crise, ainsi qu'à plusieurs mesures de risque systémique. De manière intéressante, cet effet n'est pas observé dans les autres secteurs industriels. Les banques apparaissent donc comme des entreprises « spéciales », dans le sens où leur modèle économique repose sur une mesure de leur performance qui peut être faussée par une prise de risque excessive. Cela est d'autant plus problématique que le RoE est au cœur de la gouvernance bancaire et des rémunérations. En effet, un examen des rémunérations incitatives des dirigeants de banques, outre-Atlantique, mais aussi en France et en Europe, indique des cibles de RoE, absolues ou relatives, dans l'attribution des bonus aux dirigeants de banques. C'est d'ailleurs bien conforme aux observations de Bennett, Gopalan et Thakor (2016), pour les États-Unis, et de Moussu et Petit-Romec (2017), pour un échantillon de banques internationales, d'une forte sensibilité de la rémunération des dirigeants au RoE.

Dans un autre article, Moussu et Petit-Romec (2016) s'intéressent à l'impact du RoE sur l'évolution de la richesse des actionnaires en dehors des crises bancaires. Si le RoE est associé à plus de risques se traduisant en pertes lors des crises, permet-il de générer plus de performance pour les actionnaires en dehors des périodes de crise ? Là encore, les résultats obtenus sont frappants. Le RoE est associé à une surperformance de très court terme des actions des banques. En revanche, pour un horizon de placement à un, deux ou trois ans, un niveau plus fort de RoE est inducteur d'une sous-performance de celles-ci. On observe également une association positive entre le RoE et le niveau de risque pour les actionnaires. Enfin, l'analyse de la performance de portefeuilles d'actions de banques classées selon leur niveau de RoE révèle que les banques à fort RoE ne délivrent pas de supplément de valeur pour les actionnaires. Dans les faits, seules les banques à faible RoE produisent une surperformance ajustée du risque pour leurs actionnaires !

Effets induits des croyances

La volonté des banques de minimiser leur capital et de maximiser leur RoE induit des distorsions en matière d'allocation d'actifs. Premièrement, il encourage les opérations d'arbitrage réglementaire, par lesquelles les banques cherchent à orienter leurs activités vers des activités moins exigeantes en termes de capital réglementaire. Or, exploiter des failles dans la réglementation n'est en aucun cas synonyme d'une allocation optimale d'actifs. Il suffit pour s'en convaincre de repenser aux banques européennes qui avaient accumulé de la dette grecque, parce que cette dernière générait quelques points de base de

(4) Guill (2009) rapporte qu'en février 1979, Bankers Trust adresse une note au superviseur bancaire de la Fed de New York indiquant : "The resources management department has been working on ways of allocating capital to businesses with different risk characteristics [...] The truly scarce resource is equity, not assets, which is why we prefer to compare and measure businesses on the basis of return on equity rather than return on assets". C'est l'objectif de maximisation du RoE qui vient de naître.



Photo © Jose Giribas/ROPI-REA

Siège de Lehman Brothers à New York en novembre 2008, deux mois après le dépôt de bilan.

« Les banques américaines, qui étaient, avant la crise, les plus engagées dans les activités de titrisation de crédits hypothécaires, étaient aussi celles qui tendaient à octroyer les crédits de plus mauvaise qualité. De plus, cet effet était d'autant plus prononcé que les banques avaient des niveaux de capital faibles. Cela suggère que la sélection et la surveillance des risques tendent à se relâcher dans les processus de titrisation. »

rendements supplémentaires, sans s'accompagner d'une charge en capital...

De même, la volonté de maximiser le RoE est un déterminant non négligeable de la titrisation. Comme l'expliquait le responsable de la titrisation d'une grande banque française en 2005, soit deux ans avant la crise financière : « La direction pousse les réseaux à la distribution de crédits. Ainsi, dès que l'on a un pool de 30 M€ de crédits, on effectue une opération de titrisation. C'est bon pour mon département et pour mon bonus. Enfin, le bénéfice de la banque augmente et le capital reste inchangé. La direction générale est satisfaite, car le RoE augmente ».

De manière très intéressante, Purnanandam (2011) montre que les banques américaines, qui étaient, avant la crise, les plus engagées dans les activités de titrisation de crédits hypothécaires, étaient aussi celles qui tendaient à octroyer les crédits de plus mauvaise qualité. De plus, cet effet était d'autant plus prononcé que les banques avaient des niveaux de capital faibles. Cela suggère que la sélection et la surveillance des risques tendent à se relâcher dans les processus de titrisation. Or, ces fonctions sont au fondement même de la création de rentes informationnelles pour les banques. *In fine*, on voit bien que les croyances induisent des changements profonds dans le « modèle économique » des banques. Celui-ci passe d'un modèle relationnel à un modèle transactionnel (*originate to distribute*), dont la supériorité sur le plan de la création de valeur reste à prouver et dont la fragilité a clairement été démontrée dans la dernière crise.

Conclusion

Dix ans après la crise financière, l'objet n'est plus de s'offusquer des comportements extrêmes de certaines banques qui ont « privatisé les gains et mutualisé les pertes », selon l'expression consacrée. Les banques jouent un rôle important dans l'économie et restent des acteurs incontournables du financement. Malgré un travail considérable des académiques pour comprendre les causes de la crise financière, le constat est que les croyances ont peu évolué. Les banques continuent à percevoir les exigences toujours plus fortes en matière de fonds propres comme destructrices de la valeur et d'utiliser le RoE comme un instrument de mesure de la performance. Or, la recherche d'un niveau de capital plus faible et d'un RoE plus élevé est un déterminant documenté de la prise de risque dans les banques.

Le travail réalisé par les académiques ne devrait pas être considéré comme une menace, mais plutôt comme une chance. Plus de capital est la garantie de banques plus solides face aux chocs et mieux valorisées en toutes périodes. Plus de RoE signifie plus de pertes pour les actionnaires lors des crises bancaires et aucune surperformance en période normale. Il n'y a donc pas d'antagonisme entre la création de valeur actionnariale et la stabilité financière. Il est important, par conséquent, de continuer à déconstruire les croyances et les incitations perverses qui y sont associées dans le secteur bancaire. Il faut, en particulier, ne pas revenir sur les exigences im-

posées en matière de capital réglementaire et mettre fin au système de rémunérations incitatives fondé sur le RoE dans les banques. Enfin, il faut que le régulateur anticipe mieux l'impact de la réglementation sur les croyances, car ces dernières induisent, *in fine*, un modèle économique de banque plus ou moins solide.

Références

- ADMATI A., DEMARZO P., HELLWIG M. & PFLEIDERER P. (2010), "Fallacies, irrelevant facts and myths", Working paper Stanford University.
- BERGER A. & BOUWMAN C. (2013), "How does capital affect bank performance during financial crises?", *Journal of Financial Economics* 109, pp. 146-176.
- ATKINSON T., LUTTRELL D. & ROSEMBLUM H. (2013), "Assessing the costs and consequences of the 2007-2009 financial crisis", *Economic Letter*, vol. 8, n°7.
- BENNETT B., GOPALAN R. & THAKOR A. (2016), "The Structure of Banker's Pay", SSRN working paper.
- GOODHART C. (2013), *Risk, reward and bank resilience*, unpublished manuscript.
- GOODHART C. A. E. (2014), "Risk, Reward and Bank Resilience", in SHIGEHARA K. (eds), *The Limits of Surveillance and Financial Market Failure*, Palgrave Macmillan, London, https://doi.org/10.1057/9781137471475_10
- MARTIN-FLORES J. & MOUSSU C. (2017), "Is bank capital sensitive to a tax allowance on marginal equity?", *European Financial Management*, Forthcoming.
- MOUSSU C. (2014), « Le RoE est nocif, car facilement manipulable », *Agefi Hebdo*, 23 au 29 janvier.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2013), "Bank capital and risk-taking: old and new perspectives from the crisis", *Bankers Market Investors*, vol. 22, pp. 57-65.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2017), "ROE in banks: Performance or risk measure? Evidence from financial crises", *Finance*, vol. 38, pp. 95-133.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2016), "The unfulfilled promise of RoE in banks", Working Paper, LabEx ReFi website.
- MOUSSU C., OHANA S. & TROEGE M. (2011), « Le faux graal de la performance bancaire », *La Tribune*, 19 avril.
- PURNANANDAM A. (2011), "Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis", *Review of Financial Studies* 51-3, pp. 415-432.
- SCHEPENS G. (2016), "Taxes and bank capital structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 120 (3), June, pp. 585-600.
- THAKOR A. (2014), "Bank capital and financial stability: an economic tradeoff or a faustian bargain?", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, pp.185-223.
- TRÖGE M. & ROE M. (2018), "Containing systemic risk by taxing banks properly", *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, pp.181-231.