



DETTE SUBORDONNÉE, DISCIPLINE DE MARCHÉ ET RÉFORME RÉGLEMENTAIRE

ADRIAN POP *

*« Good parents understand the perils of overprotection.
They know that letting their children grow up often means letting
them take their lumps ».*

Joseph G. Haubrich.

Dans la théorie moderne de l'intermédiation financière, la réglementation prudentielle des banques occupe sans doute une place singulière. Le secteur bancaire représente l'un des secteurs de l'économie où l'intervention des Pouvoirs publics est la plus accentuée. La justification traditionnelle d'une telle intervention des autorités dans l'industrie bancaire repose sur les défaillances classiques du marché (la présence d'asymétries informationnelles, d'externalités, de pouvoirs de marché...), mais aussi sur les spécificités du secteur (la fragilité inhérente à la structure particulière du bilan bancaire, les ruées bancaires, le spectre du risque systémique, le fonctionnement du système de paiement...). Pour accomplir leurs missions prudentielles et monétaires, les autorités de tutelle disposent d'une panoplie d'instruments, parmi lesquels on distingue l'assurance des dépôts, la fonction de prêteur en dernier ressort, les restrictions de portefeuille et les exigences en matière de capital réglementaire.

À l'heure actuelle, ces missions doivent être accomplies dans un environnement économique extrêmement dynamique, caractérisé par la variabilité excessive des marchés, la diversité sans précédent des instruments financiers utilisés dans les activités bancaires courantes et la complexité générée par l'intégration des marchés financiers et du métier

* Laboratoire d'Économie d'Orléans (adrian.pop@univ-orleans.fr).

Une première version de cet article a fait l'objet d'une communication aux Journées de l'Association française de sciences économiques - *Économie des intermédiaires financiers*, organisées par le Laboratoire d'Économie d'Orléans, 17 et 18 mai 2001. L'auteur tient à remercier Dominique Plihon et les autres participants aux Journées pour les nombreuses suggestions et questions posées. Évidemment, toute erreur n'engage que la responsabilité de l'auteur.



bancaire. À la suite de l'adoption en novembre 1999, aux États-Unis, de la loi sur la modernisation financière¹, le rapprochement entre les activités bancaires traditionnelles, les activités de négociation et les assurances est permis, et même facilité. Par conséquent, les organisations bancaires deviennent plus importantes, plus complexes et leur surveillance apparaît comme une mission très délicate.

Au-delà de ses effets bénéfiques, le « filet de sécurité » conçu pour isoler l'industrie bancaire de certains effets adverses exogènes, peut engendrer également des effets pervers, tels que la prise de risques excessive, et donc, l'abus de la régulation. En utilisant la protection offerte par le système d'assurance des dépôts, certaines banques se sont engagées, sans être « punies », dans toute une série d'activités très risquées, comme par exemple les spéculations en devises (Franklin National Bank), les crédits spéculatifs octroyés au secteur énergétique (Penn Square), les crédits insuffisamment investigués (Continental Illinois National Bank), les crédits aux « initiés » (Butcher Banks), les crédits octroyés aux pays du tiers monde (la plupart des banques américaines situées au top 10)... Cette situation, souvent appelée aléa moral et caractérisant tout schéma d'assurance à primes fixes, dans un cadre d'asymétries informationnelles, illustre très bien les « périls de la surprotection » (Haubrich, 1998).

2

De plus, les autorités de régulation n'ont pas toujours réagi avec promptitude pour réorganiser ou liquider les banques insolvables. En particulier, en présence d'un mécanisme d'assurance des dépôts, un retard dans la déclaration de l'état d'insolvabilité d'une banque peut engendrer un accroissement des pertes futures dans la mesure où les dirigeants sont tentés d'adopter des stratégies excessivement risquées en espérant le redressement. Cette forme de « laxisme réglementaire », engendrée par des critères subjectifs ou des contraintes de type politique (Calomiris, 1999), permet à certaines institutions de poursuivre leurs activités même si elles sont devenues *de facto* insolvables. Dans la logique friedmanienne, ces critères subjectifs ne sont pas tout à fait désirables, les règles étant toujours préférables aux pouvoirs discrétionnaires accordés *ipso facto* aux autorités de régulation.

Un dispositif réglementaire doté d'une architecture inadéquate est susceptible de promouvoir des comportements indésirables de la part des organisations bancaires (aléa moral), mais aussi de la part des autorités de régulation (laxisme). Cette assertion s'est avérée vraie et s'est dramatiquement illustrée lors de la crise des caisses d'épargne américaines au cours des années 1980.

Les récentes propositions de réforme de la réglementation bancaire, lancées par la Banque des règlements internationaux (BRI) et par le Système de réserve fédérale américain (Fed), incluent des éléments de



discipline de marché qui complètent naturellement les instruments traditionnels. Plus précisément, une *Politique de dette subordonnée* (PDS) par laquelle les grandes banques sont obligées d'émettre *régulièrement* un montant minimum de dette subordonnée, sous forme de titres *homogènes*, peut s'avérer efficace pour réduire les effets de l'aléa moral. Cette proposition vise à créer une classe distincte d'investisseurs dont les incitations viennent s'aligner sur celles des autorités de régulation et qui surveillent, analysent et finalement disciplinent les comportements risqués des institutions bancaires. Des tâches qui étaient accomplies jusqu'à présent seulement par les autorités de tutelle pourront être partagées avec les acteurs privés du marché et, par conséquent, le coût de la réglementation est susceptible de diminuer.

L'objet de cet article est d'étudier la pertinence d'une telle politique, les modalités pour l'intégrer dans le dispositif réglementaire déjà en place et son architecture optimale. Ces pistes de réflexion constituent autant de problèmes non résolus par la littérature financière sur ce sujet.

LES PRINCIPES DE BASE

Par définition, la discipline de marché représente une situation dans laquelle des agents ou contreparties privées imposent une contrainte qui est une fonction croissante du risque encouru par la banque. La discipline de marché propose ainsi un ancrage de la réglementation sur des critères plus « objectifs » et plus précisément une réduction de l'aléa moral.

L'idée principale est d'amener d'une manière effective, crédible et non équivoque les partenaires de l'organisation bancaire à prendre conscience qu'ils détiennent des actifs *de facto* risqués. Ainsi, ils seront incités à bien choisir l'objet de leur placement (*id est* la banque), à faire un *monitoring* adéquat sur ses conditions financières et même à réclamer un prix plus élevé pour un état de risque perçu comme plus élevé. La discipline de marché provoque un changement dans les incitations qui caractérisent la gouvernance de la firme bancaire par la création d'une classe spéciale d'investisseurs, exposés à des pertes substantielles dans le cas où la banque devient insolvable.

Il existe plusieurs sources susceptibles de renforcer la discipline de marché (pour une revue plus détaillée, voir Eisenbeis et Horvitz, 1988) parmi lesquelles se trouvent :

- paradoxalement, les *actionnaires*, *via* l'augmentation des exigences concernant le capital réglementaire. Avant l'introduction de l'assurance des dépôts, le ratio du capital se situait à un niveau en excès de 30 %. L'actionnariat avait ainsi beaucoup plus à perdre dans le cas où son institution faisait faillite. De plus, les actionnaires étaient soumis autre-

fois à certaines clauses statutaires (comme la double responsabilité par exemple) selon lesquelles, lorsque la banque était insolvable, ils étaient obligés de faire un apport supplémentaire en numéraire proportionnellement à leur part détenue du capital. Les difficultés d'ordre juridique limitent la possibilité du retour vers ce statut particulier des actionnaires ;

- les *déposants non assurés*, à leur tour, pourraient être responsabilisés du fait qu'ils détiennent des placements *de facto* et *de jure* risqués et susceptibles d'engendrer des pertes si la banque est confrontée à des difficultés. Ainsi, ils réagiront d'une manière plus appropriée en tant que créanciers de la banque et surveilleront avec plus de précaution le risque que celle-ci encourt ;
- les *créanciers privés subordonnés*, *via* une PDS. Étant forcées d'émettre périodiquement des titres de dette subordonnée, les banques seront plus sensibles aux taux d'intérêt exigés par ces investisseurs.

Aux États-Unis, la Loi sur la modernisation financière GBL Act, au titre 1, section 108, intitulée « Use of subordinated debt to protect financial system and deposit funds from « too big to fail » institutions », demande une étude concernant la faisabilité d'une exigence réglementaire par laquelle les grandes banques et *holdings* bancaires maintiennent une certaine proportion de leur capital sous forme de dette subordonnée. Le but déclaré d'une telle exigence serait d'attribuer un rôle plus important aux forces de marché afin d'améliorer l'évaluation de la solvabilité des institutions bancaires et de réduire les pertes potentielles générées au fonds d'assurance des dépôts.

La dette subordonnée, dans le sens de la loi précédemment citée, représente une dette *non assurée* par le gouvernement² (d'une manière explicite ou implicite) et *non garantie* (par un droit spécial sur l'actif, une ligne de crédit...), avec une maturité d'au moins cinq ans et un statut subordonné par rapport à toute autre forme de dette contractée par la banque émettrice, spécialement les dépôts. Les détenteurs des titres de dette subordonnée, en cas de faillite de la banque émettrice, sont prioritaires uniquement par rapport aux actionnaires.

Sur le plan international, le nouvel accord de Bâle sur les fonds propres (BIS, 2001) propose un schéma réglementaire fondé sur trois principaux piliers : l'adéquation du capital, la surveillance prudentielle et la discipline de marché. Le troisième pilier concerne l'amélioration du processus de divulgation publique de l'information dans le but de réduire l'opacité inhérente à l'industrie bancaire et de faciliter l'exercice de la discipline par les acteurs du marché. Certes, la transparence représente une condition nécessaire pour une évaluation appropriée par le marché des conditions financières et du profil de risque des organisations bancaires. Néanmoins, cette condition n'est pas suffisante. Il faut également créer une structure appropriée d'incitations qui devrait



assurer l'usage de cette information par le marché. L'accord de Bâle prévoit la possibilité, mais non l'obligation, d'émettre des titres de dette subordonnée et permet la prise en compte de ce type de dette dans le calcul des fonds propres. Dans ces conditions, Billet *et al.* (1998) ont montré que les banques sont capables de contourner facilement la discipline de marché par la réduction significative de cette forme de financement au profit d'autres éléments assurés du passif bancaire, en particulier les dépôts. Cet arbitrage réglementaire souligne encore une fois l'importance d'imposer l'obligation de la PDS et de lui conférer un rôle plus actif.

Il existe deux principaux canaux de transmission de la discipline de marché engendrée par une PDS. Premièrement, le canal *direct* se manifeste *via* le coût d'émission qui théoriquement est sensible à un changement du profil de risque. Les banques relativement risquées seront confrontées à des difficultés de placement de leur dette subordonnée à un coût raisonnable. De fait, l'anticipation même d'un coût de financement plus important offre aux banquiers une incitation *ex-ante* à freiner la prise de risques excessive. De plus, à un niveau de risque perçu comme élevé, certaines banques peuvent être rationnées à la Stiglitz et Weiss (1981) sur le marché primaire de dette subordonnée.

Deuxièmement, le canal *indirect*, plus raffiné, est exercé dans la mesure où les autres contreparties privées et les autorités de surveillance observent les prix sur le marché secondaire et infèrent des informations, *a priori* cachées, concernant par exemple la probabilité de défaut d'une certaine banque. D'une part, les agents ou contreparties privées³, dans le cas où ils infèrent un signal négatif en observant un élargissement du *spread*, peuvent par exemple accroître le coût de financement de la banque émettrice et/ou limiter la possibilité de s'engager dans certains types de contrat (prêt en participation, couverture sur les marchés de gré à gré...). D'autre part, les autorités de surveillance peuvent réagir d'une façon plus objective, soit en établissant des déclencheurs pour une action correctrice prompte, soit en intégrant cette information dans le calcul de certains indicateurs globaux (de type « Camels » ou « Bopec ») ou des primes d'assurance des dépôts.

Enfin, les banques émettrices, en tant que parties informées, sont incitées à envoyer volontairement des signaux concernant leur qualité. D'un côté, les « bonnes » banques sont incitées à révéler l'information parce qu'elle peut ainsi profiter d'un coût d'émission plus compétitif. De l'autre côté, les « mauvaises » banques ne peuvent s'abstenir de s'engager dans ce processus de divulgation, car tout manque d'information pourrait être interprété par le marché d'une façon adverse.



LE PROGRAMME DE LA POLITIQUE DE DETTE SUBORDONNÉE

Les premières propositions de réforme du dispositif réglementaire qui intègrent les avantages de la dette subordonnée en tant que source de la discipline de marché font leur apparition à partir des années 1980. Un excellent survol de ces propositions, classifiées en trois générations, est offert par le BGFERS (1999). Les propositions regroupées dans une même génération mettent l'accent sur certains avantages ou caractéristiques particulières de la dette subordonnée.

Ainsi, les propositions de la première génération (1983-1986) insistent sur le canal direct de la discipline de marché, *via* le coût d'émission des titres de dette subordonnée. D'autres aspects essentiels, comme la fréquence des émissions, la qualité du matelas supplémentaire de sécurité pour le fonds d'assurance des dépôts ou les avantages fiscaux, n'ont pas été ignorés.

La deuxième génération de propositions (1988-1992), plus radicale, émerge comme une réaction au laxisme réglementaire manifesté dans le traitement de la crise des caisses d'épargne américaines, au cours des années 1980. La capacité d'une banque à placer ses titres de dette subordonnée est vue comme un signal pertinent des conditions financières ou de son état de santé. Ce signal devient ainsi susceptible d'être utilisé pour minimiser les pertes subies par le fonds d'assurance des dépôts en permettant un déclenchement plus rapide de la procédure de faillite des banques à problèmes. Pourtant, le canal indirect de la discipline de marché n'est pas pris en considération : l'information contenue dans les prix des instruments de dette subordonnée sur le marché secondaire est totalement négligée.

Les propositions plus récentes regroupées dans la troisième génération comprennent celles élaborées par Calomiris (1997, 1999) et se distinguent par quelques spécificités. La dette, avec une maturité plus réduite, de deux ans, est renouvelée mensuellement et le taux d'intérêt que la banque paie aux investisseurs est plafonné à 50 points de base par rapport au taux sans risque. Si une banque ne réussit pas à renouveler sa dette à un taux situé au-dessous de ce plafond, elle sera obligée de restreindre ses actifs d'une proportion d'environ 1/24, chaque mois qu'elle n'a pas accompli les exigences réglementaires de la PDS. En même temps, l'auteur impose des restrictions concernant à la fois la qualité et le type d'investisseurs qui peuvent détenir les instruments de dette.

Les propositions les plus récentes, mises en avant par Evanoff et Wall (2000) ou Van der Weide et Kini (2000), essaient d'intégrer tous les avantages de la dette subordonnée en tant que source de la discipline de marché. En particulier, on peut remarquer l'introduction d'un



important facteur de crédibilité : la mise en œuvre *graduelle* de la PDS. Une période de transition, durant laquelle les exigences ne s'appliquent qu'à un certain nombre de grandes banques ayant déjà émis des titres de dette, est prise en compte afin de permettre au marché de devenir plus liquide et profond.

Pour que la PDS soit effective et puisse pleinement atteindre ses objectifs, un programme contenant les éléments-clés d'une telle politique est indispensable. Nous proposons maintenant de discuter de trois aspects, considérés comme essentiels, de la PDS : les institutions sujets, le montant minimum de dette subordonnée à émettre et les caractéristiques désirables des titres de dette subordonnée.

Les institutions sujets de la PDS

Ce point du programme dépend tout d'abord du coût d'émission subi par des banques émettrices de différentes tailles et de la profondeur du marché. Les banques d'une taille considérable sont capables de placer leur dette à un coût raisonnable. Par contre, exiger des petites banques d'émettre périodiquement des titres de dette subordonnée peut s'avérer excessivement coûteux en termes de financement.

Les critères proposés pour tracer la frontière entre les banques assujetties à la PDS et les autres banques peuvent être les suivants :

- la taille de l'actif ou l'actif pondéré selon les facteurs de risque utilisés pour l'adéquation du capital ;
- la complexité des organisations bancaires, appréciée par l'importance des expositions hors bilan, l'envergure des opérations, le degré de participation au système de paiement...
- la sophistication ou la capacité des banques à utiliser des modèles internes complexes pour maîtriser le risque de marché.

L'application différenciée de la PDS ne va pas à l'encontre de la tendance récente dans la régulation bancaire. Le nouvel accord de Bâle remet explicitement en cause le principe *one-size-fits-all* et introduit une approche plus diversifiée et plus compatible du point de vue incitatif, fondée sur plusieurs options (voir BIS, 2001). Dans un autre ordre d'idées, la réforme actuelle du mécanisme d'assurance des dépôts aux États-Unis (voir FDIC, 2000) propose un système de primes fondé d'une manière explicite sur la césure de l'industrie bancaire en deux étages, le critère étant toujours la taille.

Une dernière question concernant ce point du programme est source d'une vive polémique : les émetteurs de dette subordonnée doivent-ils être les *holdings* bancaires ou les banques mêmes ? En ce qui nous concerne, nous plaignons pour que la PDS s'applique uniquement aux banques. En effet, seule la faillite des banques pose de réelles difficultés au système financier. Ceci constitue tout de même une différence

frappante par rapport à la réalité : sur le marché de dette subordonnée américain, ce sont le plus souvent les *holdings* bancaires qui émettent les titres de dette et non les banques elles-mêmes (voir le tableau n°1).

Tableau n°1
Émissions de dette subordonnée bancaire aux États-Unis, en 1998

Institutions émettrices	Nombre d'institutions émettrices	%	Valeur totale des émissions (en M\$)	
Banques	Top 50	45	90,0	62.889
	Taille > 10 Md\$	56	80,0	65.545
<i>Holdings</i> bancaires	Top 50	48	96,0	100.780
	Taille > 10 Md\$	55	80,7	100.040

Source : BGFERS (1999)

Le montant minimum de dette subordonnée à émettre

Un manque essentiel dans la littérature sur cette proposition de réforme est l'absence d'un modèle formel conçu pour déterminer l'optimum du montant de dette subordonnée que les banques-sujets doivent émettre. Un certain nombre d'auteurs ont avancé différents pourcentages qui varient entre 2 et 4 % de l'actif bancaire total, l'actif bancaire pondéré selon les facteurs de risque ou la valeur totale des dépôts. De toute façon, la difficulté principale concerne la nature même du critère d'optimisation : le degré de sûreté du système bancaire, la liquidité, la profondeur et l'efficacité du marché de dette...

Il faut tenir compte ici d'une contrainte imposée par les accords de Bâle : la dette subordonnée susceptible d'être incluse dans le capital supplémentaire (tier 2) doit être limitée au maximum à 50 % de la valeur du capital de base (tier 1). En réalité, les banques émettrices tiennent compte de cette contrainte et se limitent à placer seulement le montant de dette subordonnée étant pris en considération pour le calcul du capital supplémentaire.

Les caractéristiques des titres de dette subordonnée

Les caractéristiques les plus importantes à des fins réglementaires de la dette subordonnée sont la négociabilité, la maturité, les options attachées, la fréquence des émissions et l'éligibilité des détenteurs. Quant au premier élément, il faut souligner un fait stylisé très important : un marché liquide et profond existe déjà aux États-Unis pour les titres de dette subordonnée émis par les grandes banques et *holdings* bancaires. Leur maturité est dans la plupart des cas de 10 ans, il n'existe pas d'options attachées et les taux sont généralement fixes.

D'une manière explicite, les banques sous-capitalisées n'auront pas le droit de racheter leur dette subordonnée avant l'échéance, *i.e.* les titres n'auront pas une option d'achat attachée. Cette mesure aura le grand mérite d'empêcher les banques en difficulté de contourner la discipline de marché par le rachat de leurs propres titres. Certains auteurs ont proposé de lier des options de vente aux titres de dette subordonnée afin de mieux valoriser le canal direct de la discipline de marché. Néanmoins, cette proposition pourrait s'avérer draconienne, voire trop disciplinaire, surtout dans le cas où tous les investisseurs décident d'exercer leurs options de vente en même temps. De plus, l'exercice simultané de ces options par les détenteurs de titres émis par plusieurs banques est susceptible d'ouvrir les portes au risque systémique.

Le contrat de dette devrait contenir des clauses permettant à la banque émettrice, à l'initiative ou avec l'accord de l'autorité de tutelle, d'interrompre le paiement des intérêts et du principal dès que son capital atteint un certain seuil minimum. Une telle clause, dite de « verrouillage », est prévue d'ailleurs par l'Amendement de 1996 concernant le risque de marché. Elle concerne la dette subordonnée à court terme (dont la maturité initiale est d'au moins de deux ans), contenue dans le tier 3 et destinée à la seule fin de couvrir une partie des exigences de fonds propres au titre du risque de marché.

En ce qui concerne le taux d'intérêt associé aux titres de dette subordonnée, il est généralement fixe et échangé (*i.e.* « swapé ») par les banques émettrices, pour une meilleure couverture contre le risque de taux. Calomiris (1997, 1999) propose l'instauration d'un plafond pour le taux d'intérêt payé aux détenteurs de ces titres. Une telle mesure est susceptible de renforcer le canal direct de la discipline de marché : les banques perçues comme risquées par le marché n'arriveront pas à placer leurs émissions à un taux d'intérêt situé en-dessous du plafond. Ainsi, les banques qui ne respectent pas le plafond sur le taux seront obligées de restreindre leur actif d'une proportion de 1/24 chaque mois jusqu'à ce que cette exigence soit à nouveau accomplie. Au-delà des problèmes d'amplification des cycles, générés par un plafond qui n'est pas ajusté en fonction de l'état de l'économie, il existe également une difficulté inhérente à la recherche d'un niveau optimum de ce plafond. Si celui-ci est fixé à un niveau trop bas, cela implique des contraintes trop fortes, surtout dans les périodes de crise généralisée des marchés. Inversement, si le niveau du plafond est trop élevé, il devient superflu et n'impose aucune contrainte. De fait, dans un cadre d'analyse qui ressemble à celui préfiguré par Stiglitz et Weiss (1981), on pourrait démontrer qu'il existe un plafond implicite de taux, établi par les investisseurs opérant sur le marché primaire de dette subordonnée. Les banques émettrices sont « rationnées » en tant que demandeuses de fonds par les investisseurs

mêmes. Quelle ironie par rapport au modèle originel proposé par Stiglitz et Weiss (1981) !

Une fréquence régulière imposée aux émissions de titres de dette subordonnée a le grand mérite de renforcer le canal indirect de la discipline de marché. Il est bien connu qu'à l'émission, à cause du processus de divulgation, les informations sont fraîches et la qualité des signaux offerts par le marché secondaire s'améliore.

L'identité des détenteurs n'est pas négligeable en raison du risque de contagion ou de collusion, surtout dans le cas où la dette subordonnée est détenue par d'autres banques (Rochet, 2000). La prévention de ces effets peut être conçue par l'intermédiaire des mesures de déduction (opérées dans le processus de calcul du capital réglementaire) de la dette subordonnée émise et détenue par un autre établissement de crédit. Ces mesures ont le mérite de dissuader les banques à créer des détentions croisées de dette subordonnée.

Un dernier problème lié aux caractéristiques des titres de dette subordonnée concerne leur non-assurance. L'existence d'une garantie implicite, motivée par la crainte d'un risque systémique par exemple, détruit complètement les incitations des créanciers privés subordonnés à surveiller et intervenir d'une manière active dans la gestion de la banque émettrice. Par conséquent, le prospectus d'émission doit clairement préciser le fait que ces titres ne sont pas assurés ou garantis par l'agence gouvernementale d'assurance des dépôts ou par tout autre organisme réglementaire.

PROBLÈMES SUSCITÉS PAR LA POLITIQUE DE DETTE SUBORDONNÉE

Dans cette section, nous tentons de discuter des critiques le plus souvent rencontrées dans la littérature et d'esquisser quelques réponses possibles.

La critique la plus importante concerne probablement la crédibilité de l'échafaudage sur lequel le programme de la PDS repose. Suite à l'adoption de la loi FDICIA, au début des années 1990, avec ses stipulations particulières - l'action correctrice prompte, la résolution des banques - problèmes à moindre coût et la nouvelle politique *too big to fail* - le marché a commencé à percevoir d'une manière crédible ce changement de politique réglementaire (Flannery et Sorescu, 1996). Par conséquent, les prix formés sur le marché secondaire de dette subordonnée ont commencé à refléter les différences entre les profils de risque des organisations bancaires émettrices.

Une deuxième objection majeure concerne les effets pro-cycliques potentiels provoqués par l'adoption de la PDS. Durant les périodes

d'expansion économique, les coûts de l'émission d'instruments de dette diminuent, les exigences imposées par la PDS sont facilement accomplies, le coût de financement est réduit et, par conséquent, les banques deviennent des créiteurs agressifs. En revanche, durant les périodes de récession, les marchés deviennent plus réservés, le coût du capital augmente, les émissions de titres deviennent plus chères, les banques diminuent leurs offres de crédit et les entreprises sont étouffées à la suite de ce tarissement du crédit. Cette critique n'est pas spécifique uniquement à la PDS. Toute exigence réglementaire qui n'est pas ajustée en fonction des phases du cycle économique est susceptible d'être pro-cyclique : le ratio Cooke, par exemple, peut entraîner le même type d'effets.

Une solution pour atténuer ces effets pro-cycliques est de concevoir un système de déclenchement des actions correctrices promptes qui dépend d'une variable contra-cyclique (*i.e.* qui sera ajustée d'une manière appropriée en fonction de la phase du cycle économique). On peut considérer par exemple le *spread* maximum associé aux titres de dette subordonnée⁴, calculé par rapport au taux de rendement actuariel d'une obligation notée Baa ou par rapport à un indice de taux de rendement actuariel obtenu à partir d'un ensemble ou panier d'obligations privées. Dans une période de récession, il est possible que ces *spreads* évoluent d'une manière différente, moins erratique, de ceux calculés par rapport aux obligations émises par l'État.

La distinction entre les risques idiosyncratiques, spécifiques à chaque banque émettrice, et les risques agrégés, auxquels est soumis l'ensemble du système bancaire ou le marché financier, peut s'avérer très importante pour la conception d'une PDS efficace. Dans une période de crise de l'industrie bancaire ou de crise généralisée des marchés, le relâchement de la PDS serait souhaitable afin de ne pas pénaliser inutilement les banques émettrices. Par contre, dans les périodes « normales » de fonctionnement du système bancaire et du marché de dette subordonnée, la PDS peut s'appliquer conformément au programme initialement conçu. La contrepartie nécessaire, même si non désirable, de cet ajustement des conditions d'applicabilité de la PDS, est le renforcement de la discrétion conférée aux autorités de tutelle.

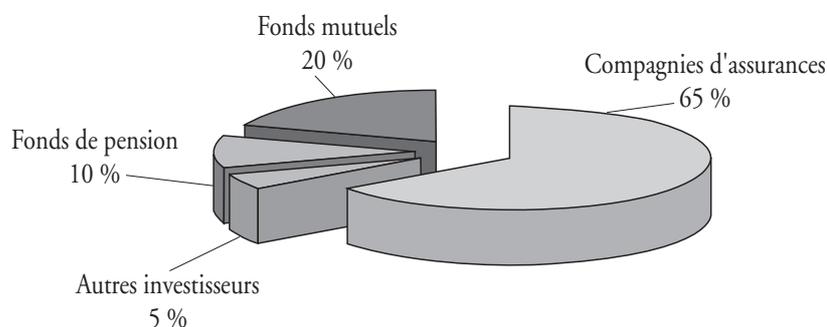
La relation entre la mise en œuvre d'une PDS et la réduction des effets de l'aléa moral n'est pas simple, au moins en théorie. Blum (2002) par exemple, montre qu'un changement⁵ du profil de risque de l'organisation bancaire émettrice pourrait intervenir après le lancement de l'émission des titres de dette subordonnée. Néanmoins, son modèle situe la PDS dans un cadre statique et ne prend pas en compte la fréquence des émissions : les banques émettent leurs dettes subordonnées à long terme et ensuite n'interviennent plus sur le marché primaire

jusqu'à l'échéance. Une banque, si elle est obligée d'émettre des titres d'une manière régulière, ne sera pas tentée de dégrader son profil de risque sur le compte de ses créanciers, car elle devra revenir sur le marché avec une nouvelle émission et payera ainsi un coût plus élevé pour une telle dégradation.

Une autre critique concerne les défauts de coordination et les problèmes de type « passager clandestin » entre les créanciers privés subordonnés. Ceux-ci peuvent s'avérer trop atomisés pour exercer un *monitoring* adéquat sur les organisations bancaires, ce qui empêche l'exercice efficace de la discipline de marché. De plus, les souscripteurs des titres de dette subordonnée sur le marché primaire pourraient se décider à ne pas investir, tout simplement parce qu'ils anticipent des comportements semblables, de type grégaire, de la part des autres investisseurs (Rochet, 2000). Cette critique repose sur la nature auto-réalisatrice des croyances des agents. La transparence de l'information et, particulièrement, la diffusion de l'information parmi les investisseurs jouent un rôle central dans ce type d'analyse. Par conséquent, un processus approprié de divulgation publique peut atténuer l'ampleur de ces défauts de coordination qui sont susceptibles de se manifester sur le marché primaire de dette subordonnée⁶. De plus, cette objection est affaiblie par un fait stylisé très important : sur le marché primaire de dette subordonnée bancaire aux États-Unis, la structure des investisseurs, en fonction du pourcentage détenu du marché, a une composition tout à fait particulière, comme le montre le graphique n°1. Dans ce graphique, la catégorie « autres investisseurs » comprend les investisseurs étrangers (peu nombreux, mais en augmentation) et les petits investisseurs (en nombre très réduit).

12

Graphique n°1
Les investisseurs sur le marché primaire de dette subordonnée bancaire aux États-Unis



Source : BGFERS (1999, pp.47)

Les souscripteurs les plus importants sont les investisseurs sophistiqués, institutionnels, qui ont recours à des techniques appropriées d'analyse de la rentabilité et du risque d'un placement. La décision d'investissement sur le marché de dette subordonnée est prise dans le cadre d'une structure hiérarchique, les effets d'idiosyncrasie et/ou les défauts de coordination étant, dans ce cas, très faibles. Il reste toutefois une réserve : il est presque impossible de prévoir si la structure du marché de dette subordonnée demeure la même qu'aujourd'hui après l'application effective de la PDS.

La discipline de marché engendrée par une PDS serait susceptible, selon certains auteurs, d'entraîner des effets systémiques pervers dans le système bancaire, cela étant considéré comme une autre faiblesse inhérente à cette proposition de réforme. Imaginons, par exemple, que les signaux offerts par le marché de dette subordonnée ne soient pas captés uniquement par l'autorité de surveillance, mais aussi par les déposants et autres créanciers. Dans ce cas, les grands déposants, à cause des inférences contagieuses, pourraient déclencher des ruées bancaires « silencieuses », susceptibles de provoquer l'insolvabilité et, au bout du compte, la faillite de la banque émettrice.

La réponse offerte par Van der Weide et Kini (2000) à cette objection, selon laquelle les grands déposants ne sont pas des investisseurs sophistiqués et, par conséquent, ne suivront pas l'information offerte par le marché de dette subordonnée, ne nous semble pas satisfaisante. Une meilleure réponse serait peut-être de souligner que l'autorité de tutelle peut interpréter promptement les signaux cryptés dans les prix de marché et agir en conséquence, en adoptant des mesures destinées à limiter la prise de risques excessive avant qu'elle ne provoque une fuite fatale des dépôts.

Les banques émettrices peuvent aussi adopter certains comportements destinés à contourner la discipline de marché. Leurs efforts seront dirigés vers la minimisation du coût lié à l'accomplissement des exigences de la PDS et viseront les deux formes de la discipline de marché.

En général, les institutions bancaires désireront, soit minimiser le montant de dette subordonnée à émettre par rapport à l'exposition au risque, soit minimiser les intérêts à payer aux détenteurs de titres de dette subordonnée. Dans le premier cas, les banques vont exploiter le manque d'exactitude dans la définition réglementaire de l'exposition au risque proposée par l'autorité de tutelle. De toute façon, le nouvel accord de Bâle prévoit une amélioration considérable de la mesure de l'exposition au risque, ce qui limitera les opportunités offertes par l'arbitrage réglementaire. En ce qui concerne le deuxième cas, l'incitation des banques à manipuler l'information offerte aux investisseurs ne constitue pas une nouveauté. En réalité, plusieurs mesures destinées à réduire l'habileté

des émetteurs de titres à manipuler les informations ont été adoptées. D'une part, l'autorité de surveillance du marché financier élabore des normes concernant le processus de divulgation publique de l'information et aussi des exigences concernant l'audit. D'autre part, l'autorité de réglementation du secteur bancaire a intensifié dernièrement ses efforts afin de promouvoir une plus grande transparence dans ce domaine. Les recommandations prévues dans le III^{ème} Pilier du nouvel accord de Bâle renforcent cette tendance. Les examens sur place, pendant lesquels on évalue l'exactitude des informations contenues dans les rapports financiers, réduisent également les possibilités de manipuler l'information.

Le but de cet article n'est pas de prétendre que l'intégration des forces de marché dans le dispositif réglementaire *via* une politique de type dette subordonnée constitue une panacée pour résoudre la plupart des problèmes actuels de la réglementation prudentielle des banques. Toutefois, une telle politique s'avère susceptible de diminuer l'intensité de certaines conséquences néfastes engendrées par l'aléa moral ou le laxisme des autorités de tutelle dans l'industrie bancaire.

Par l'intermédiaire d'une politique de dette subordonnée, la réglementation et la surveillance des banques sont susceptibles de simuler ou mimer la discipline de marché, dans le sens où elles créent une structure plus appropriée d'incitations, avec des récompenses (« carottes ») pour les « bonnes » banques et des coûts ou des pénalités (« bâtons ») pour les « mauvaises ».

L'objectif d'une telle proposition est celui d'accroître le rôle, pour l'instant marginal, de la dette subordonnée dans l'architecture des fonds propres réglementaires et de mettre en œuvre un nouveau mode de réglementation, mi-public, mi-privé, par l'adoption d'une solution médiane.

NOTES

1. Il s'agit du GLB Act (*Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act*), considéré par certains auteurs comme le plus important changement dans le cadre législatif bancaire américain depuis le *Glass-Steagall Act* de 1933.

2. L'importance de cette caractéristique a été également soulignée par Kareken (1986, pp. 45), qui remarquait : « *requiring every bank to have insured subordinated debt would be a bad joke* » (souligné par nous).



3. Ces agents ou contreparties privées ne se confondent pas nécessairement avec les détenteurs des titres de dette subordonnée. Ils englobent également tous les autres acteurs privés du marché qui sont en relation ou sont susceptibles de l'être avec la banque émettrice.
4. C'est-à-dire celui susceptible de déclencher une action correctrice prompte de la part de l'autorité de tutelle.
5. Bien évidemment dans le sens d'une augmentation de la volatilité du portefeuille bancaire et donc d'un aléa moral plus accentué.
6. Le III^{ème} Pilier du triptyque régulateur proposé par le Comité de Bâle va exactement dans cette direction.

BIBLIOGRAPHIE

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2001) : « The New Basel Capital Accord », Basel Committee on Banking Supervision, *Consultative Document*, janvier.
- BILLET M.R., GARFINKEL J.A. ET O'NEIL E.S. (1998) : « The Cost of Market vs. Regulatory Discipline in Banking », *Journal of Financial Economics*, vol. 48, no. 3, pp. 333-358, juin.
- BLUM J.M. (2002) : « Subordinated Debt, Market Discipline, and Banks' Risk Taking », *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, n° 7, pp. 1427-1441, juillet.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (BGFRS) (1999) : « Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline », *Staff Study*, n° 172, décembre.
- CALOMIRIS CH.W. (1997) : *The Postmodern Bank Safety Net : Lessons from Developed and Developing Countries*, Washington, D.C., AEI Press.
- CALOMIRIS CH.W. (1999) : « Building an Incentive-Compatible Safety Net », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, n° 10, pp. 1499-1519, octobre.
- EISENBEIS R.A. ET HORVITZ P.M. (1986) : « Market Discipline », in G.J. Benston, R.A. Eisenbeis, P.M. Horvitz, E. J. Kane et G.G. Kaufman, eds., *Perspective on Safe and Sound Banking : Past, Present and Future*, MIT Press : Cambridge, MA, pp. 173-201.
- EVANOFF D.D. ET WALL L.D. (2000) : « Subordinated Debt and Bank Capital Reform », Federal Reserve Bank of Chicago, *Working Paper*, n° 2000-07, août.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (FDIC) (2000) : *Deposit Insurance Options Paper*, FDIC, Washington, D.C., août.
- FLANNERY M.J. ET SORESCU S.M. (1996) : « Evidence of Bank Market Discipline in Subordinated Debenture Yields : 1983-1991 », *Journal of Finance*, vol. LI, n° 4, pp. 1347-1377, septembre.
- HAUBRICH J.G. (1998) : « Subordinated Debt : Tough Love for Banks ? », Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary*, décembre.
- KAREKEN J.H. (1986) : « Federal Bank Regulatory Policy : A Description and Some Observations », *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 3-48, janvier.
- POP A. (2001) : « La discipline de marché dans la réglementation prudentielle des banques », papier présenté aux Journées de l'Association française de sciences économiques - *Économie des intermédiaires financiers*, Orléans, mai.
- ROCHET J.-CH. (2000) : « Financial Institutions and Risk Management », French Banking Commission Seminar, mai.
- STIGLITZ J.E. ET WEISS A. (1981) : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393-410, juin.



U.S. SHADOW FINANCIAL REGULATORY COMMITTEE (SFRC) (2000) : « Reforming Bank Capital Regulation - A Proposal by the U.S. Shadow Financial Regulatory Committee », Washington : The AEI Press, *Policy Statement*, n° 160, mars.

VAN DER WEIDE M.E. ET KINI S.M. (2000) : « Subordinated Debt : A Capital Markets Approach to Bank Regulation », *Boston College Law Review*, vol. 41, n° 2, pp. 195-264, mars.

