

# RÉMUNÉRATIONS ET CRISE BANCAIRE ?

ROBERT LEBLANC

*Président du comité d'éthique, Medef'*

*Il y a vingt ans déjà, voire un peu plus, on découvrait en France le terme et le concept de « golden boy ». Les rémunérations des traders choquaient déjà, et pas seulement chez les moralistes. Les agents de change eux-mêmes, parfois héritiers de leurs charges depuis plusieurs générations, habitués de la gestion de fortune, s'étonnaient de voir leurs jeunes collaborateurs croire que les arbres montaient jusqu'au ciel et dépenser leur argent aussi vite qu'ils le gagnaient. Le krach d'octobre 1987 mettait un terme à l'euphorie et aux bonus insensés.*

*Les traders et leurs rémunérations sont de nouveau sous les feux de la rampe. Les ordres de grandeur ne sont d'ailleurs plus les mêmes. Les excès sont tels qu'on n'échappe pas à la question d'un lien entre ces phénomènes et la crise : les bonus fous sont-ils une cause, voire la cause, de la crise actuelle ? Devant la complexité de cette crise, et compte tenu de son importance, chacun tente une clé de lecture originale. Évidemment, aucune n'explique tout ; c'est une combinaison de facteurs qui, comme dans toute catastrophe, voire tout accident, est à l'origine des événements constatés.*

## Les origines de la crise actuelle

**I**l semble que les principaux facteurs de la crise actuelle soient une bulle spéculative et une propagation des problèmes par le jeu de la titrisation. La bulle spéculative est caractérisée elle-même par deux phénomènes : d'une part, des achats justifiés, non par l'usage attendu du bien mais par la perspective de plus-values, d'autre part, un recours intensif au crédit. Si les arbres devaient monter

jusqu'au ciel, s'endetter le plus possible pour acquérir un bien revendu rapidement avec une forte plus-value constituerait une martingale ; mais les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel et, au premier retournement, l'équilibre ne tient plus. Non seulement les emprunteurs se retrouvent dans l'impossibilité d'honorer leurs engagements, mais les prêteurs ne peuvent pas non plus couvrir les pertes directes par la revente des biens saisis puisqu'ils se vendent mal et à des prix cassés. Le système était gagnant-gagnant tant que le marché sous-jacent était bien orienté, il devient perdant-perdant quand ce marché se retourne.

Le jeu de la titrisation a tout à la fois démultiplié les problèmes d'origine et propagé leurs effets, loin de

leur origine, avec une traçabilité faible. La démultiplication des problèmes d'origine, c'est ce que démontre Jean-Hervé Lorenzi dans une tribune publiée par *Le Monde* daté du 21 mars 2008. Ce mécanisme qui consiste à loger les encours de crédit dans des « véhicules » dédiés, et qui n'est pas une mauvaise chose en soi, permet d'alléger les bilans des banques. Croyant protéger le monde, les régulateurs ont soumis les banques à des exigences très strictes de fonds propres, à raison notamment des encours de crédit portés par leurs bilans. Cette pression a eu pour effet pervers de stimuler l'imagination des opérateurs qui, ayant trouvé les moyens d'externaliser ces encours, en ont ensuite certainement abusé, développant donc la titrisation dans des proportions devenues dangereuses. Cette facilité a contribué au gonflement de la bulle spéculative qui n'a plus connu de limite jusqu'au retournement du marché immobilier.

De surcroît, la titrisation a disséminé le problème : on retrouve des actifs contaminés un peu partout. Les mécanismes étant parfois appliqués à des actifs résultant déjà de leur application, la propagation est à la fois verticale et horizontale. Inévitablement, on parlera de traçabilité comme après le scandale des farines animales et de la vache folle... L'éclatement de la bulle spéculative était prévisible ; il n'y a jamais eu d'autre issue à ce type de phénomène. La complexité par la titrisation est plus originale et complique la recherche de solutions de sortie.

---

## Les rémunérations au cœur de la crise

---

**D**errière les différents facteurs de crise, ce qui est déterminant est l'excès, l'aveuglement, le manque de mesure, de prudence, de réserve. La question de ce qui motive ces excès de la part des professionnels se pose alors. On peut avancer différentes hypothèses dont le mimétisme et le « court-termisme » : quand tout le monde gagne par un mécanisme reproductible, même si l'on sait bien en y réfléchissant que cela ne

peut pas durer toujours, il est difficile de refuser d'en user tant qu'il fonctionne ; on suit... et, quand la crise survient, elle est pour tous et on peut difficilement se faire reprocher un jeu auquel tout le monde a joué... Mais il y a probablement une raison supplémentaire à cet engagement aveugle dans des mécanismes qui ne peuvent qu'aboutir à une crise : l'appât du gain avec, comme pour toutes les drogues, la perspective de doses toujours plus fortes.

Si la réussite de la structure est un défi pour les dirigeants, un motif de fierté, ce n'est pas un ressort commun. La culture dominante chez les *traders* – ces jeunes opérateurs souvent brillants et issus des meilleures écoles – est individualiste. La nature même de leur travail les isole face à leurs écrans. Ils ne vivent ni les réalités humaines du travail en équipe des informaticiens, ni les épreuves du démarchage commercial : que l'autre soit membre de l'équipe ou client, il est porteur d'une vérité différente, il fait sortir de soi dans une confrontation. Le *trader* est face à des schémas d'une grande abstraction, il est dans l'immatériel. Même les ordres de grandeur perdent toute réalité. On l'a assez répété avec le cas récent qui a défrayé la chronique : les sommes engagées dépassaient les fonds propres de l'établissement mais cela ne concernait pas cet opérateur, rien ne semblait faire écho en lui à cette évocation ; il était engagé dans un processus fermé sur lui-même et sur sa propre performance. En l'occurrence, on a avancé l'idée qu'il n'était même pas mû par l'appât du gain et on a invoqué des motivations plus psychanalytiques quant à une revanche à prendre, une soif de reconnaissance...

Le bonus, instrument de mesure obsessionnel de la réussite, serait donc au cœur de la crise, et peut-être même sa cause principale. L'hypothèse est hardie, et pourtant, cela semble logique et c'est en tout cas la thèse défendue par Joseph Stiglitz, prix Nobel d'Économie 2001. Ce système « *a été conçu pour encourager la prise de risques, mais il a encouragé la prise de risques excessifs* », dit-il. Et il ajoute que « *la solution n'est pas tant de plafonner les primes mais de faire en sorte que les pertes soient partagées* ». C'est essentiel, nous y reviendrons.

## La rémunération des dirigeants

Les questions de rémunération sont toujours difficiles à traiter, ne serait-ce que parce que les échelles de valeur sont très disparates. Si l'on part du salaire moyen dans le pays, on est très vite à des niveaux que le public trouve insensés. Toute norme paraît aussi absurde dans un sens que dans l'autre, selon d'où on l'observe. Henry Ford avançait en son temps l'idée d'un multiple maximal de 40 entre les plus bas et les plus hauts salaires ; aujourd'hui, cela peut être 1 000, voire aux États-Unis 10 000...

Il faut garder conscience de ce que les chiffres représentent. Le sujet a été largement débattu ces dernières années pour les dirigeants. La transparence, devenue en la matière comme en bien d'autres un but en soi, n'a d'ailleurs pas eu les effets escomptés. Depuis que les règles de bonne gouvernance font obligation aux dirigeants de sociétés cotées de rendre publiques leurs rémunérations, on a souvent observé une hausse présentée comme un alignement sur des « standards » internationaux...

Dès 2003, le comité d'éthique du Medef prenait position sur le sujet. Le document élaboré par Hélène Ploix a été revu en 2007 pour donner lieu à une publication conjointe avec l'Afep<sup>2</sup> et le sujet reste prioritaire pour ce comité. On peut retenir de ses préconisations cette affirmation en tête du document : « *La rémunération des dirigeants de l'entreprise doit être mesurée, équilibrée, équitable et renforcer la solidarité et la motivation à l'intérieur de l'entreprise.* » et aussi « *La relation de la partie variable à la partie fixe doit être claire. Elle consiste en un pourcentage maximum de la partie fixe, adapté au métier de l'entreprise.* »

## La rémunération des traders

Le document cité ci-dessus visait les dirigeants et non des catégories particulières de salariés comme les *traders*. Mais les principes qui viennent d'être rappelés devraient être

de portée générale et, naturellement, viser tout autant que les dirigeants ceux de leurs salariés qui, usuellement, sont encore mieux rémunérés qu'eux-mêmes.

Il est bien écrit que la règle doit être adaptée au métier de l'entreprise, notamment pour les bonus. Dans un marché ouvert où l'affirmation que le capital humain est la principale richesse de l'entreprise n'est pas un simple discours de façade mais l'expression d'une réalité exigeante. Recruter et garder les meilleurs acteurs du marché ne permet pas de s'écarter significativement des pratiques du marché considéré. En l'occurrence, ce qui est en cause aujourd'hui n'est pas ce qui se fait dans tel ou tel établissement, mais bien dans le marché. Les dérives de rémunération des *traders* sont un phénomène général et les réflexions actuelles sur les causes de la crise devraient conduire à un ajustement global. Ce que l'on peut critiquer dans les pratiques actuelles, c'est l'excès dans l'absolu, la disproportion au sein de l'entreprise et l'asymétrie face au risque.

### ◆ L'excès dans l'absolu

On a déjà évoqué la perte de référence des *traders* qui vivent dans un monde très virtuel où les ordres de grandeur perdent toute réalité. C'est peut-être marginal, mais que leur propre situation matérielle échappe aussi à toute contingence ne les aide pas à garder le sens des réalités. Même s'ils ne risquent pas – comme les hommes politiques ou les chefs d'entreprises – d'être interpellés au cours de débats publics par des personnes sensibles à la hausse du prix du pain ou du lait, il n'est jamais bon de se croire hors du monde, ni pour soi, ni pour ceux que l'on sert. Il est évidemment difficile, voire impossible, d'avancer des seuils pour quantifier cette notion d'excès, mais l'essentiel est que les intéressés ne perdent pas de vue l'importance de leurs privilèges, même si avoir de gros bonus quand on rapporte beaucoup à son employeur n'est pas illégitime.

### ◆ La disproportion au sein de l'entreprise

Le phénomène consistant à rémunérer certains professionnels mieux que les dirigeants de l'entreprise

n'est ni rare, ni nouveau. On citait souvent par le passé le cas des pilotes de ligne bien mieux payés que leur président-directeur général : ce n'est pas choquant en soi. Tout d'abord parce que rien n'établit que, en tout temps et en tout lieu, les rémunérations devraient être calées sur la hiérarchie du pouvoir dans l'entreprise. Ensuite, parce que la rareté de certaines qualifications de métiers peut les valoriser mieux que celles de la direction générale des affaires. Enfin, parce que l'argent peut être considéré dans certains cas comme le seul retour auquel les intéressés sont sensibles, notamment s'agissant des commerciaux, alors que les dirigeants jouissent aussi du pouvoir et parfois de la gloire... Que des salariés gagnent plus que leurs dirigeants n'est donc pas critiquable en soi, mais les écarts existants dans le cas des *traders* – et de leur hiérarchie directe – constituent un biais par rapport à leur juste place dans le développement de l'entreprise auquel ils contribuent. Le biais est d'autant plus grand qu'on allonge la période de référence (car, compte tenu de la volatilité des activités de marché, il est vraisemblable que leur contribution aux résultats sur longue période soit sensiblement moindre que celle que l'on observe aux meilleurs moments), et d'autant plus encore qu'ils bénéficient d'une asymétrie de traitement.

#### ◆ l'asymétrie face au risque

L'asymétrie face au risque, justement, est le point majeur. Les considérations précédentes auraient moins de valeur si les *traders* pouvaient faire valoir un lien biunivoque entre leur contribution au résultat de l'entreprise et leur bonus, si les bonus mirobolants des périodes fastes étaient compensés par des malus dans les périodes où, pris à contre-pied, ils conduisent leurs employeurs à constater des pertes. On est une fois de plus dans le fameux « pile, je gagne, face, tu perds ». C'est bien ce qu'écrit Joseph Stiglitz, déjà cité : le partage des pertes. Incontestablement, l'activité de *trading* repose sur des personnes qui peuvent engendrer de très gros gains ou de très grosses pertes en peu de temps, même en respectant les plafonds d'engagement qui leur sont fixés (ce qui n'est pas toujours le cas, de surcroît...). L'asymétrie des bonus

les pousse à des prises de risque excessives puisque les gains de l'établissement leur profitent personnellement, tandis que les pertes de l'établissement ne leur coûtent pas directement.

## Contre l'asymétrie face au risque

La principale correction serait d'établir un lien permanent entre intérêts privés des acteurs et intérêts des personnes morales au service desquelles ils se trouvent. Cela conduit à la possibilité de bonus négatifs. Évidemment, reprendre de l'argent à un salarié n'est pas réaliste. Mais il suffirait de lisser dans le temps les droits à bonus pour que les pertes d'une période puissent s'imputer sur les gains de la période antérieure, avant que ces gains ne donnent lieu au versement irrécupérable d'un bonus. Il ne s'agit pas de proposer ici des mécanismes pour réaliser ce lissage dans le temps, mais simplement d'appeler à une réflexion collective sur la nécessité de le réaliser. Soulignons au passage qu'il n'est jamais bon de tomber d'un excès dans l'autre et qu'il ne s'agit pas non plus de différer éternellement les bonus et de priver totalement une population de son principal levier de motivation.

L'asymétrie soulignée chez les *traders* existe aussi chez les dirigeants, avec le système des *stocks options*. Les *stocks options*, qui ont certes des vertus, cumulent plusieurs inconvénients : elles sont asymétriques, les manques à gagner bien réels en période d'effondrement boursier n'étant pas assimilables à des pertes ; leur rapport dépend plus du climat général de la Bourse que de la performance relative de l'entreprise considérée ; selon la durée de détention des titres levés, le dirigeant est réellement ou non en situation d'actionnaire.

Le choix doit d'ailleurs être clair pour le manager entre sa condition de salarié ou sa communauté de destin avec les actionnaires. Pierre Deschamps, président des Entrepreneurs et dirigeants chrétiens, a bien posé le sujet dans un article publié par *Les Échos* le 24 avril 2007 : le dirigeant ne peut pas relever de

deux logiques différentes et, schématiquement, doit choisir entre indemnités de départ, d'une part, *stock options*, d'autre part.

Des indemnités de départ excessives contribuent aussi à l'asymétrie dénoncée. Que la valeur d'un établissement bancaire (comme de n'importe quelle entreprise) chute à cause d'une politique hasardeuse, cela ressemble à une juste sanction. Mais ce sont les actionnaires qui sont ainsi sanctionnés. Certes, ils portent une part de responsabilité de cette politique à travers leurs votes de résolutions en assemblée générale, et par construction puisque devenir actionnaire consiste bien à endosser un risque d'entrepreneur. La sanction est incomplète, voire injuste, si les dirigeants qui portent généralement la plus lourde responsabilité morale quittent l'établissement avec d'énormes indemnités, ce qui s'est vu encore récemment, notamment aux États-Unis.

Sans prendre le risque d'affirmer que les dérives de certaines rémunérations sont la cause centrale de la crise, on peut affirmer que le lien existe et on peut raisonnablement faire l'hypothèse que, à l'inverse, certaines évolutions de rémunération seront l'une des conséquences de cette crise. Les excès seront tempérés pour un temps et l'asymétrie probablement traitée en partie. Chaque crise est l'occasion d'ajustements, de réformes, de changements.

## Nécessité de l'éthique

Ce qui est en cause, c'est le sens de la mesure, un sens spontané qui précéderait les réglementations, faute de quoi, ce sont les réglementations décidées à la suite des crises qui s'imposent. Dans un monde qui bouge très vite, anticiper les excès devient probablement une nécessité vitale. Or, ce qui peut conduire à se situer en deçà de ce que lois et règlements autorisent porte un

nom : l'éthique. On en arrive donc à considérer l'éthique non comme une option personnelle de l'ordre de la morale, mais comme une nécessité organique des économies de marché modernes. Ce n'est pas très éloigné de ce que Michel Rocard exprimait dans une tribune publiée dans *Les Échos* du 6 mars 2008 : « *sans éthique forte, il n'y a plus de capitalisme* ». Ce n'en serait pas très éloigné s'il n'ajoutait, pour finir : « *Il va probablement devenir nécessaire que la règle publique y pourvoie.* » Est-il réellement nécessaire de légiférer ? et serait-ce suffisant ?

Affirmer que l'éthique est une nécessité organique reste un point de vue qui n'a aucune raison de faire l'unanimité. Et, quand bien même il le ferait en théorie, rien ne garantit que, en pratique, les acteurs feraient largement le choix d'ajuster leurs procédés à cette exigence. Les plus motivés, prêts à faire le pas spontanément, peuvent être tentés de voir la loi imposer à tous les règles qu'ils se fixent librement... Une concertation entre professionnels pourrait-elle en dispenser ? Ne peut-on faire aussi bien et aussi vite, voire mieux, sans loi ?

La loi n'est pas suffisante. Elle a toujours un temps de retard, c'est sa première faiblesse. Mais, pire, elle est toujours incomplète comme on l'a vu avec les effets pervers de la régulation bancaire sur le développement imprévu de la titrisation.

En réalité, des acteurs qui viennent buter sur la contrainte de la loi en feront toujours mauvais usage. C'est seulement s'ils sont conscients des enjeux, s'ils précèdent la loi, qu'ils sauront l'appliquer dans le sens du bien commun. C'est tout l'enjeu des progrès de l'éthique.

### Notes

1. *Mouvement des entreprises de France*

1. *Association française des entreprises privées*

