



# LES RÉMUNÉRATIONS DES PROFESSIONS FINANCIÈRES ET LA CRISE

ANDRÉ LEVY-LANG \*

La crise financière et bancaire de 2007-2008 est paradoxale : née des excès du crédit immobilier aux États-Unis, elle s'est propagée à l'ensemble du système bancaire par le mécanisme de la titrisation des créances, alors que ce mécanisme avait l'objectif inverse, celui de diffuser les risques de crédit hors des banques, auprès d'investisseurs stables. Ainsi, ce sont les banques qui, pour le moment, sont le plus touchées par cette crise.

## UNE CRISE PARADOXALE

Les mesures prises aux États-Unis pour limiter sa propagation au reste de l'économie, et le dynamisme du reste de l'économie mondiale feront peut-être que cette crise reste limitée au système financier, mais il apparaît d'ores et déjà qu'elle est grave et que ses effets sont durables.

Mais, tous les acteurs du système financier ne sont pas affectés également. Ce sont les actionnaires des banques qui sont le plus durement pénalisés, par les pertes qu'ils supportent, soit directement, soit du fait de la suspicion qui affecte même le cours des banques les moins touchées par les risques américains. En revanche, les dirigeants des banques et leurs collaborateurs le sont au total assez peu, aussi bien dans leur emploi (les réductions d'effectifs sont limitées à ce jour), que dans leurs rémunérations (bonus réduits mais rarement supprimés). Avec deux exceptions : celle des quelques dirigeants de banques américaines remerciés (souvent dans des conditions financières confortables), et, au plan financier, celle des salariés qui sont également actionnaires de leur banque. Ni l'emploi, ni les rémunérations dans les banques ne subissent un choc à la mesure des pertes subies par l'ensemble du système financier.

---

\* Président de la Fondation du Risque, ancien président de Paribas.



Cela mérite analyse et pose deux questions pour l'avenir : d'une part, quelle est la responsabilité collective du système financier dans la genèse de cette crise, peut-elle être corrigée pour éviter d'autres crises à l'avenir ? D'autre part, à l'intérieur du système financier et des banques en particulier, quelle influence a le partage inégal des risques entre actionnaires et salariés, y compris dirigeants, sur leur comportement ? Les deux questions sont en fait liées, la gestion interne des banques étant en partie une conséquence de leur place spéciale dans l'économie.

L'analyse de la genèse de la crise a été souvent faite. Rappelons la cascade de facteurs qui, ensemble, ont créé la situation :

- distribution de crédit à des emprunteurs non solvables, rendue possible par...

- ... le transfert intégral du risque de ces crédits à des investisseurs par leur titrisation...

- ... elle-même sophistiquée à l'excès, y compris par utilisation de dérivés de crédit...

- ... pour créer des obligations notées AAA par des agences en situation de conflit d'intérêt...

- ... obligations payées en partie à crédit par des investisseurs confondant risque de solvabilité (ce que traduit la notation) et risque de liquidité.

À des degrés divers, tous les acteurs de cette séquence ont eu un comportement critiquable. Mais les banques d'investissement ont joué le rôle central dans l'invention des produits les plus sophistiqués de titrisation des crédits, dans leur montage et dans leur distribution. Elles y ont trouvé une part importante de leur rentabilité

exceptionnelle des cinq dernières années.

C'est par le canal du crédit que le risque est revenu dans le système bancaire, crédit aux investisseurs (*hedge funds*) et crédit, réputé à court terme, aux structures portant les créances en attente de titrisation. Quand le risque attaché aux obligations créées par titrisation est devenu évident, le cycle de désendettement et de dévalorisation des actifs a été déclenché, comme dans toutes les crises financières précédentes.

Il faut ajouter que les risques supportés par le système bancaire ne sont pas limités aux pertes directement liées à la crise immobilière américaine. La crise de liquidité, que cette crise a provoquée, a pour effet de bloquer d'autres transferts de risques hors du système bancaire, notamment les financements d'acquisitions avec effet de levier (*Leverage buyouts, LBOs*), financements dont le risque avait également dangereusement dérivé. Les banques (en fait leurs actionnaires) supportent donc aussi la perte de valeur des financements de *LBOs* qu'elles n'ont pas pu syndiquer ou titriser.

Toute autre industrie que la banque, qui aurait à absorber une perte aussi importante de fonds propres en même temps qu'à affronter une crise de liquidité, n'y survivrait pas sans restructurations massives. Mais, la banque est une industrie protégée du fait du rôle central qu'elle joue dans l'économie. La leçon de la crise de 1929 a été retenue : la chute de la Bourse est devenue la crise économique que l'on sait parce que les banques ont fait faillite, entraînant l'ensemble de l'économie. Maintenir en état de marche le système bancaire est indis-



pensable. Les banques centrales ont donc fait le nécessaire pour éviter une crise systémique, en fournissant massivement des liquidités aux banques dès le mois d'août 2007, et à plusieurs reprises depuis. Le Federal Reserve Board a, de plus, baissé les taux d'intérêt, principalement pour limiter la récession américaine, mais aussi pour permettre aux banques de reconstituer leurs fonds propres.

## RISQUE SYSTÉMIQUE ET ALÉA MORAL

En voulant, à très juste titre, éviter une crise systémique, les banques centrales ont révélé un « aléa moral » qui en est la conséquence : les banques n'ont collectivement pas de risque réel de faire faillite. S'il n'y avait pas de contrôle de leur activité, elles seraient en situation de prendre des risques excessifs. Ce que la crise actuelle démontre, c'est que le périmètre des contrôles existants est incomplet. Ces contrôles (notamment les règles de solvabilité de Bâle I et II) ont été efficaces dans la mesure où, dans l'ensemble, les banques internationales avaient des fonds propres suffisants pour résister au premier choc et, quand nécessaire, avoir le temps d'en lever plus. Ils ont été manifestement inopérants pour que les banques disposent de réserves de liquidité suffisantes. Et enfin, ils n'ont pas eu d'effet sur la gestion globale des risques de crédit dans l'économie, ignorant ces risques une fois qu'ils étaient sortis (en théorie) du bilan des banques.

En effet, les règles de solvabilité

appliquées aux banques pour éviter le risque systémique, c'est-à-dire assurer que chaque banque dispose de fonds propres suffisants pour garantir les risques qu'elle porte, ont été dépassées par l'innovation financière. Celle-ci, par la titrisation, a permis de sortir le risque du système bancaire pour le loger dans les marchés, donc hors de la vue des autorités de contrôle des banques. Mais, la sécurité des marchés, et surtout leur liquidité, ne sont assurées par personne. Ainsi, les banques ont-elles pu respecter les règles imposées par leurs superviseurs tout en transférant aux marchés une part importante des risques de crédit.

Cet aléa moral, inhérent à tout système d'assurance, se prolonge à l'intérieur des banques, dans les systèmes de rémunération des collaborateurs et des dirigeants.

Au cours des dernières années, la sphère financière a pu réaliser des profits élevés du fait d'un ensemble de circonstances. D'abord, l'abondance de liquidités due à la création monétaire dans la plupart des grandes économies. Mais aussi, parce que l'innovation financière a permis le développement d'une offre de produits nouveaux pour la gestion et la répartition des risques de l'économie. Il y a eu création de valeur pour l'ensemble de l'économie, grâce à la meilleure utilisation du capital. Qu'il s'agisse de la titrisation, des produits dérivés ou du « *private equity* », leur développement a contribué, dans une mesure difficile à chiffrer mais sans doute importante, à la croissance mondiale exceptionnellement forte que nous avons connue. Il est vrai aussi qu'une partie de cette valeur ajoutée a pu être



captée par le système financier, ce qui explique sa rentabilité élevée.

Il ne s'agit pas ici de savoir si cette rentabilité élevée est entièrement justifiée - elle l'est sans doute plus que ne le juge l'opinion publique, volontiers critique des banques - mais seulement dans quelle mesure les modalités de sa répartition au sein du système financier ont contribué à la genèse de la crise actuelle. Et, il nous semble que ce soit le cas, s'agissant notamment des méthodes de rémunération dans les activités de marché, tant pour les entreprises que pour leurs collaborateurs.

## LA RÉMUNÉRATION DES ENTREPRISES DE MARCHÉ ET LE TRANSFERT DES RISQUES

La rémunération du système bancaire, quand il intervient dans le financement à moyen et long terme de l'économie, est très différente suivant le type d'intervention. Les opérations de marché, introductions en bourse, augmentations de capital, émissions obligataires, titrisations de créances, sont pour l'essentiel rémunérées au moment de la transaction. Au contraire, le crédit porté par une banque est rémunéré principalement pendant toute sa durée, par une marge de financement. Cela alors même qu'il s'agit dans les deux cas d'opérations de financement à moyen et long terme. Cela a nécessairement une influence sur le comportement des entreprises bancaires. La banque d'investissement, rémunérée sur les transactions, doit constamment

réinventer son activité, trouver de nouvelles transactions, ce qui crée plus de volatilité dans ses résultats que pour ceux de la banque commerciale. De plus, la rémunération étant perçue au départ, la banque n'a pas d'autre intérêt, dans son bon déroulement, que le maintien de sa réputation. On comprend que des banques spécialisées sans scrupules aient pu monter et vendre les opérations qui ont été à l'origine de la crise des « *subprimes* ».

Plus généralement, la plupart des innovations financières ont permis de créer des produits de marché de type transactionnel, c'est-à-dire rémunérés en une fois, au départ. Cela a peut-être contribué à la déresponsabilisation d'une partie de la sphère financière, en tout cas à la volatilité des résultats des activités de marché. Pour assurer plus de régularité de leurs résultats, certaines banques de marché ont constitué un portefeuille d'investissements pour leur propre compte, en obligations et produits dérivés, portefeuille souvent financé à court terme. Cela a fait revenir dans le système bancaire une partie des risques titrisés, avec des conséquences lourdes sur les résultats des banques concernées. Au total, le mode de rémunération des innovations financières a pu contribuer, directement et indirectement, à la genèse de la crise.

## RÉMUNÉRATION DES AGENTS DANS LA BANQUE ET PRISE DE RISQUE

La rentabilité élevée des activités de marché, au cours des dernières années,



a eu pour effet une augmentation considérable des bonus versés à leurs collaborateurs et aux dirigeants. Les chiffres pour 2005 et 2006 (bonus versés au début de l'année suivante) sont considérables. Par exemple, pour les 5 plus grandes banques de Wall Street, le montant des bonus versés au titre de 2007 a été de 39 milliards de dollars. Ces rémunérations ont-elles eu une influence sur le comportement des acteurs, en incitant à une prise de risque excessive ? Il n'y a pas de réponse certaine à cette question, mais quelques indications qui laissent penser que cela a été le cas.

D'abord, la dissymétrie de la prise de risques : les actionnaires des banques portent seuls le risque de perte en capital sur les opérations de marché, alors que le profit est partagé, largement au bénéfice des opérateurs. Le risque supporté par les actionnaires a été matérialisé par la baisse des cours de bourse et, à la limite, par la quasi-faillite de certaines banques (Bear Stearns). En revanche, la pression de la concurrence crée un plancher pour les bonus : en effet, les banques qui ont bien résisté à la crise pouvant débaucher les meilleurs opérateurs des autres, celles-ci ne peuvent pas répercuter entièrement leurs pertes sur les rémunérations. L'intéressement direct et important des opérateurs au résultat, sans pénalisation significative en cas d'échec, constitue une forte incitation à une prise excessive de risque. Le seul frein à la prise de risque dans ces conditions est le contrôle hiérarchique des salles de marché, et la fixation de limites à la prise de risque, tant au niveau global de chaque banque par les autorités de contrôle, qu'à l'intérieur de la banque.

Ce qui conduit à une deuxième constatation : les mesures du risque utilisées pour fixer des limites aux banques et aux opérateurs sont très imparfaites. (Il ne s'agit pas du risque opérationnel, notamment de fraude, qui a été la cause de pertes à la Société Générale, mais du risque propre des opérations de marché). La mesure de ce risque est basée sur des estimations de la perte possible dans différents scénarios, cette perte est exprimée ensuite par un chiffrage du capital engagé par la banque. Les modèles qui servent à ce calcul (*Value at Risk*, *stress tests*) ont montré leurs limites. En particulier, ces modèles sont particulièrement insuffisants dans la prise en compte du risque de liquidité, qui est au centre de la crise actuelle. Le risque de liquidité est en effet un risque global, qui affecte d'abord des valeurs particulières (en l'occurrence les obligations basées sur des créances immobilières), mais s'étend ensuite à l'ensemble du marché par le jeu des appels de marge. Le contrôle réglementaire et hiérarchique des risques de marché a donc été basé sur des mesures incomplètes de ces risques. Il n'a pas permis d'éviter la dérive des comportements sous l'influence des modes de fixation des rémunérations.

En conclusion, dans les activités de marché des banques d'investissement, plusieurs facteurs peuvent expliquer la genèse de la crise : des rémunérations perçues au départ pour beaucoup d'opérations, des bonus favorisant la prise de risque et des modèles imparfaits pour le calcul du capital engagé. La supervision des activités bancaires devra mieux



tenir compte à l'avenir des biais de comportement des banques et de leurs collaborateurs en matière de prise de risque, qu'il s'agisse du risque global de la banque ou des positions individuelles des opérateurs de marché. Il n'est pas souhaitable que les autorités de contrôle des banques réglementent,

dans le détail, les modalités de rémunération des opérations de marché et de leurs exécutants. Mais, elles peuvent examiner ces modalités, et en tenir compte dans le réexamen des règles de solvabilité imposées aux banques, réexamen nécessaire à la lumière de l'expérience de cette crise.