

## POUR UNE FINANCE RESPONSABLE

CLAUDE BÉBÉAR\*

Selon l'état des marchés, la société juge fort différemment de la contribution des activités financières à sa prospérité. Que le marché monte et on s'émerveille de son efficacité. Que le marché baisse et voilà que resurgissent les accusations, dont l'Histoire est pavée, contre ceux qui font commerce de l'argent ou vivent de ses revenus : « agioteurs » de la Révolution, rentiers du second Empire, fonds de pension, ou *hedge funds* aujourd'hui.

La prudence s'impose donc à toute critique du fonctionnement des marchés. Bien des reproches régulièrement élevés contre la finance se sont révélés sans objet : auraient-ils été entendus, le monde aurait sans doute un autre visage. Le développement des activités financières est, en effet, indéniablement au cœur de la formidable croissance des économies occidentales depuis la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle. Le raffinement des approches théoriques et des produits financiers, la diversification des intervenants sur les marchés, ou la globalisation des flux de capitaux, ont

contribué à une meilleure compréhension du risque et à une allocation plus efficace du capital. Les trente dernières années ont été marquées par l'extension très large du champ d'application de la logique et des outils de la sphère financière. Les succès que la finance a remportés hors des champs traditionnels de son activité (par exemple, dans le domaine de la gestion des entreprises) ont largement renforcé la confiance en son efficacité.

J'ai pourtant, à plusieurs reprises, exprimé un point de vue critique à l'égard de ce que je considère comme des excès de la finance contemporaine. Il me semble, en effet, que nous souffrons aujourd'hui d'une sorte d'impérialisme de la finance qui est la cause de profonds dérèglements de nos économies : imprédictibilité et surréactivité des marchés, difficulté pour les entreprises à se financer et à croître sur le long terme, et accumulation de risques dans le système financier mondial. Tout se passe comme si, en imposant à l'ensemble des activités économiques

\* Président de l'Institut Montaigne et du conseil de surveillance du groupe Axa.

sa logique et ses outils méthodologiques, la sphère financière oubliait la complexité des mécanismes réels que l'économie met en jeu, et prenait le risque d'en annihiler le dynamisme.

## LES MÉTAMORPHOSES DE LA FINANCE

Depuis l'apparition des monnaies dans l'Antiquité, la sphère financière est marquée par un flot continu d'innovations. Fernand Braudel décrivait, par exemple, le dynamisme des marchés à terme dans la Hollande du XVII<sup>ème</sup> siècle. Ce phénomène s'est accéléré au cours des trente dernières années. En un laps de temps plus court que celui d'une vie professionnelle, les activités financières ont connu une triple révolution qui a transformé en profondeur leur place au sein de l'économie et de la société :

- une révolution théorique dans les années 1970 avec l'apparition des notions de marchés efficients, des théories de portefeuille et le développement des outils mathématiques rendant possible la mise en place de nouveaux produits (souvent hérités des champs les plus avancés de la physique) ;
- une révolution réglementaire ensuite (qui se produit en France dans les années 1980) mettant ainsi fin à l'encadrement du crédit, décloisonnant largement les marchés de capitaux et contribuant à la globalisation des flux financiers ;
- une révolution des mentalités, enfin, au cours des années 1990 (actionnariat populaire, attention médiatique) qui achève de faire des marchés financiers

non seulement le baromètre de l'économie mondiale, mais aussi la clé de sa bonne santé.

Au cours de cette période, les institutions de la finance se sont transformées. Le mouvement de désintermédiation bancaire a consacré le rôle central d'un marché financier de plus en plus mondialisé dans l'allocation du capital, au détriment de la traditionnelle relation banque/entreprise. Les États ont vu se réduire leurs leviers d'actions, qu'il s'agisse des réglementations nationales ou de leur possibilité d'intervention directe sur le marché (nationalisation du crédit ou politique monétaire), tandis que le contrôle des activités financières internationales s'est concentré autour d'un nombre limité d'entreprises globales.

Il faut, bien entendu, retenir les bénéfices de cette « grande transformation » de la finance, malgré quelques excès. Leur examen confirme, d'ailleurs, le peu de pertinence des critiques générales adressées à l'encontre d'une finance mondialisée dont la croissance se serait faite au détriment de l'économie réelle. Ces bénéfices sont, en effet, considérables à tous les niveaux : pour un investisseur, ils permettent une plus grande diversification des risques, sur plusieurs classes d'actifs, mais aussi sur différentes zones géographiques ; pour une entreprise ou un État, ils rendent possible l'accès à des financements inaccessibles auparavant, renforçant ainsi le dynamisme du tissu entrepreneurial. Par ailleurs, le système financier a également vu sa solidité testée avec satisfaction par les événements du 11 septembre 2001, la faillite d'Enron, ou encore la crise argentine.

Fort de ces instruments, nous pou-

vons regarder avec sérénité l'avenir des activités financières. La finance moderne est et doit rester un facteur fondamental de dynamisme des économies. Elle a fait la preuve de sa capacité et de sa légitimité à constituer la clé de voûte des mécanismes les plus fondamentaux de nos sociétés. Il en va ainsi, par exemple, de la question du financement des engagements de retraite dans nos sociétés vieillissantes, pour laquelle la constitution de fonds de pension constituerait la réponse la plus adaptée...

Je crois pourtant qu'un glissement progressif et dangereux est intervenu au cours des dernières années. Forte de ses succès, la finance a largement diffusé ses instruments, critères et autres pratiques à l'ensemble de l'économie, les marchés financiers devenant le centre de l'activité économique mondiale et la référence pour l'ensemble des acteurs. Ne dit-on pas que « les marchés ont toujours raison » ?

## UN NOUVEL INTÉGRISME

Naturellement, un cortège de zélotes a rapidement et largement propagé la nouvelle religion des marchés. Les analystes, en principe au service des investisseurs, se sont mués en inlassables promoteurs des entreprises que conseillait la banque d'affaires qui les employait, ces mêmes banques d'affaires prêtes à proposer aux entreprises des opérations audacieuses jusqu'à l'ineptie... La religion des marchés a également perverti les contrôleurs : auditeurs, agences de notation, et même régulateurs de marché. Elle s'est développée grâce à l'absence de courage des

actionnaires et des dirigeants, parfois plus pressés d'encaisser plus-values et *stock options* que de faire face à leurs responsabilités.

La bulle Internet a cristallisé l'ensemble de ces dérives : on a vu des entreprises sans perspectives, portées par un enthousiasme populaire habilement entretenu par leurs conseils, banques introductrices, avocats ou médias, faire appel aux marchés. Notons au passage que les investisseurs présents avant l'introduction en Bourse se sont empressés de réaliser leur plus-value, laissant aux derniers arrivants, souvent des particuliers, les désagréments de la dégringolade du cours.

Portée par ses succès, la finance a diffusé à un rythme extrêmement soutenu ses méthodes et jugements dans l'ensemble des mécanismes de l'économie. On a largement parlé (et j'ai souvent dit mon opposition) des projets de référence exclusive à une valeur de marché bien souvent hypothétique dans les normes comptables IAS (International Accounting Standards). Relèvent de la même logique le développement des clauses contingentes (*rating trigger*) dans les contrats de financement, obligeant paradoxalement l'entreprise à accélérer les remboursements à ses créanciers en cas de dégradation de sa notation financière, tout comme le projet d'intégration systématique, dans le calcul des ratios prudentiels des institutions financières, de pondérations liées à la notation financière des parties débitrices (accord dit « Bâle II »), ou encore l'intégration de ces mêmes notations dans les réglementations pesant sur certains investisseurs institutionnels (fonds de pension, assureurs). On mentionnera également le recours

systématique aux *stocks options*, comme instrument de rémunération principal des dirigeants de l'entreprise.

### « PURETÉ DANGEREUSE »

Je crains que ces développements ne relèvent, en définitive, du type d'illusion qu'un philosophe français, dans un cadre différent, qualifiait de « pureté dangereuse » : en effet, ces mécanismes, qui, isolément, ont leur raison d'être, sont de plus en plus au cœur d'enchaînements systémiques particulièrement pervers.

Ils affectent, en premier lieu, le fonctionnement des marchés. On pense ici aux ventes massives d'actions que les impératifs réglementaires de solvabilité pesant sur les assureurs ont récemment entraînées, accentuant la baisse des marchés et obligeant à des ventes supplémentaires. On songe également aux mécanismes de dégradation (remboursement anticipé des créances, puis fragilisation financière, et nouvelle dégradation) qui ont emmené certaines entreprises à la faillite, ou encore aux spirales mortelles (à la fois pour les entreprises et pour les petits actionnaires) liées à la spéculation de quelques *hedge funds* autour de certains types d'obligations convertibles. L'obligation pour les entreprises d'évaluer l'ensemble de leur bilan à une incertaine valeur de marché me paraît porteuse de dangers similaires, du fait notamment de la volatilité généralisée qu'elle entraînerait.

Ces mécanismes affectent, en second lieu, en profondeur les modes

de gestion des entreprises. Sans parler ici des tentations de créativité comparables, auxquelles ont malheureusement succombé de trop nombreux dirigeants, je considère que l'exclusivité de la logique financière participe de l'abdication de la définition de la stratégie de chaque entreprise devant le marché. Si ce dernier a toujours raison, pourquoi, diable, prendre le risque de s'écarter de ces prescriptions ? C'est à cause de ce postulat que s'est succédé, au chapitre des illusions managériales, la « convergence contenant/contenu » ou la « décapitalisation » (à la suite d'Enron).

L'accumulation de risques au sein du système financier me semble, enfin, être une autre conséquence des développements les plus récents de la sphère financière. Warren Buffett a récemment dénoncé, dans sa lettre aux actionnaires de Berkshire Hathaway, le peu de contrôle avec lequel sont traités, au sein des plus grandes institutions financières, certains produits dérivés qui sont, à ses yeux, de véritables « bombes à retardement » pour l'économie mondiale. On commence tout juste à s'interroger sur la portée de l'utilisation massive des dérivés de crédit : ne contribuent-ils pas à transférer le risque vers les institutions les moins capables de le maîtriser ?

### REVENIR À LA RAISON

Je considère donc que c'est d'abord d'un excès de confiance dont souffrent la finance moderne et les marchés. L'euphorie financière de la fin du XX<sup>ème</sup> siècle nous a fait oublier les

fondations sur lesquels la finance est bâtie : en prétendant étendre largement ses méthodes, on fait trop peu de cas de la complexité réelle des mécanismes économiques et des dynamiques profondes qu'ils mettent en jeu. Malgré la sophistication de ses méthodes, c'est à un vaste « renoncement aux certitudes » que doit procéder, aujourd'hui, la sphère financière.

Ainsi en va-t-il, par exemple, de l'entreprise qui reste trop souvent caricaturée comme un bilan et un compte de résultat. Cette vision, si elle est naturellement indispensable, est inapte à rendre compte de la réalité multiple de l'entreprise. Malgré toute la sophistication dont pourront faire preuve les normes de *reporting*, l'entreprise reste et restera avant tout une aventure humaine complexe. Il existe nécessairement entre les dirigeants et le marché une irréductible assymétrie d'information : dès lors, comment le marché pourrait-il déterminer avec certitude si des réductions de coûts relèvent d'une nécessaire optimisation des structures de l'entreprise ou d'un choix de profit court terme au détriment du développement long terme de l'entreprise en sacrifiant, par exemple, la qualité des produits ou la formation des employés ? Ces managers n'ont-ils pas consacré trop de temps à « l'optimisation » de la structure financière de leur entreprise (à travers, par exemple, une utilisation agressive du hors bilan) au détriment de l'amélioration de la performance opérationnelle de l'entreprise dont ils avaient la charge ? Est-il, par ailleurs, raisonnable (et rassurant) de penser que la motivation unique d'un diri-

geant d'entreprise réside dans la maximisation de son revenu, comme l'ont laissé penser certaines politiques extravagantes d'attributions d'options ? En tout cas, ce n'est pas l'idée que je me fais de la responsabilité du dirigeant d'entreprise.

Ainsi en va-t-il également du fonctionnement réel des marchés financiers : l'observation des épisodes spéculatifs de ces dernières années suffit à nous rappeler la fragilité de l'hypothèse de rationalité des agents économiques dont la finance moderne a fait l'un de ses axiomes fondamentaux. La théorie économique, en particulier les développements récents de la finance comportementale, en souligne d'ailleurs de plus en plus fréquemment les limites. Paradoxalement, la standardisation des modes de gestion et d'investissement (à travers, par exemple, le développement de la gestion indicielle) fragilise en profondeur le mécanisme de formation des prix. Friedrich Hayek le remarquait pourtant bien avant le développement moderne des marchés financiers : si tout le monde imite tout le monde, il ne peut y avoir de marché ! Le rôle confié aux modèles mathématiques, calibrés nécessairement sur la base du passé, me paraît également excessif : quelle garantie avons-nous que ne se perpétue, dans une situation de crise, la liquidité des marchés ? L'épisode de la faillite du fonds Long Term Capital Management (LTCM) nous a montré que les modèles les plus sophistiqués pouvaient conduire à des positions gravement erronées, contraignant d'ailleurs les autorités bancaires américaines à organiser le sauvetage du fonds.

## AUDACE DANS LES RÉFORMES

Face à cet excès de confiance, je crois donc salubre de tenter de redéfinir la place de la finance au sein de l'économie : malgré leur efficacité, les outils de la finance moderne (et singulièrement les mécanismes de marché) ne sont pas aptes à englober l'ensemble des paramètres de l'activité économique. Ils doivent s'intégrer parmi les mécanismes de régulation de notre capitalisme, en laissant une place au jugement, à l'intuition, à la confiance et à l'éthique des acteurs.

Tous les acteurs de l'économie doivent jouer un rôle dans ce repositionnement. Un cadre institutionnel, nécessairement international, et dont la responsabilité doit être partagée entre les pouvoirs publics nationaux, les organismes internationaux et les organisations professionnelles, doit clarifier les « règles du jeu » du capitalisme contemporain. Le capitalisme n'est pas la loi de la jungle : il n'a de sens qu'au sein d'institutions, de règles normatives ou éthiques qui fondent ce qu'Alain Peyrefitte appelait « la société de confiance ». L'ampleur du défi pour définir ces règles appelle à l'audace et invite à s'écarter des remèdes convenus. Le lien entre les actionnaires et les entreprises, dans lesquelles ils investissent, devra être renforcé, par exemple, à travers l'attribution aux actionnaires fidèles de dividendes majorés et de droits de vote multiples ou l'obligation de vote en assemblée générale. L'innovation en matière de gouvernement d'entreprise devra être encouragée : ainsi, par exemple, la mise en place dans chaque entreprise

de « censeurs », c'est-à-dire d'un corps autonome, élu par les actionnaires, chargé par eux de s'assurer du bon fonctionnement du conseil d'administration et d'orienter le travail des commissaires aux comptes, dont je considère qu'il permettrait de mettre un terme à l'ambiguïté du rôle du conseil d'administration, pris entre ses missions de définition de la stratégie de l'entreprise, d'un côté, et de contrôle de l'action des dirigeants, de l'autre. Les dirigeants d'entreprises (lorsqu'elles sont cotées) doivent apprendre à construire, avec les marchés financiers, un dialogue constructif. La condition en est, naturellement, une parfaite transparence vis-à-vis d'eux, par exemple sur les choix comptables de l'entreprise. Une fois ce prérequis posé, il est de la responsabilité du dirigeant d'affirmer et de défendre avec fermeté ces orientations stratégiques et ses choix de gestion : se demander d'abord si une décision est bonne pour l'entreprise (et non, comment le marché va l'accueillir) ; s'attacher, ensuite, à l'expliquer au marché. Des règles strictes de responsabilité devraient également encadrer l'activité des intermédiaires financiers, des agences de notation et d'une presse trop prompte à diffuser sans réelle validation des informations au contenu dévastateur. Pourquoi, enfin, ne pas entamer une réflexion approfondie sur le sens et les bénéfices de la « liquidité », dont on a fait le but exclusif de la transformation de la finance ces dernières années ? Cela impose sans doute de s'affranchir courageusement de certaines idées établies, à la manière de Maurice Allais, prix Nobel d'économie, proposant l'abandon de la cotation continue et un retour à une fixation quotidienne des cours.

## LA RESPONSABILITÉ DES ACTEURS

Enfin, et c'est pour moi le plus important, il est impératif de redonner du sens à l'éthique professionnelle. Je la définis comme une certaine retenue et une certaine modération qui ne doivent pas exclure le sens de l'innovation et de l'audace. Les acteurs de la finance ont, à cet égard, je crois, une responsabilité particulière : ils sont chargés de l'épargne des individus, c'est-à-dire, concrètement, de leurs projets immobiliers, du financement de leur retraite ou de l'éducation de leurs enfants...

Qu'on ne se méprenne pas : les bénéfices de la sophistication de la sphère financière ont été et restent considérables. Les pourfendeurs des marchés

financiers et d'un retour à une économie administrée se trompent de combat. La finance, sous sa forme moderne, doit rester un des mécanismes-clés de régulation de nos économies.

Grâce à son extraordinaire efficacité, et de la confiance en elle qu'elle en tire, la finance a imposé ses méthodes et imprègne, de plus en plus, l'ensemble des institutions et des mécanismes de notre capitalisme. Elle doit, toutefois, renoncer à sa tentation impériale : la finance, en particulier les marchés financiers, ne peut prétendre régir l'ensemble des relations économiques. Malgré la sophistication des méthodes d'analyse, prédire l'avenir reste une affaire irrémédiablement incertaine. Il est impératif que les hommes de l'art, les dirigeants d'entreprises, les régulateurs et le grand public s'en souviennent.

