



# COMPRENDRE ET ORIENTER LE COMPORTEMENT DES FINANCIERS

MICHEL PIERMAY\*

**L**e développement de la crise financière est la conséquence logique de trois facteurs :

- l'opposition entre l'intérêt individuel des décideurs financiers et l'équilibre du système économique et financier ;
- les facilités offertes par la mondialisation et le développement des instruments financiers pour contourner les règles prudentielles ;
- l'asymétrie d'information vis-à-vis des risques financiers et la diminution de la protection des investisseurs.

Les techniques de modélisation financière ont pu jouer un rôle pervers à chaque étape du processus, alors qu'elles auraient pu servir à mieux maîtriser les risques.

## LA RATIONALITÉ DES DÉCIDEURS FINANCIERS

Est-il étonnant que des financiers mettent leurs compétences au service

de leurs propres intérêts ? Une justification classique de l'égoïsme de *l'homo œconomicus* est qu'il contribue à un équilibre collectif, dès lors qu'il opère dans les règles du commerce et de la concurrence. L'industriel ou le commerçant de l'économie classique maximise son profit et, ce faisant, contribue à l'accroissement d'un critère de richesse collective. Ce n'est pas le cas du pirate, du seigneur de la guerre ou du couple corrupteur/corrompu : l'enrichissement personnel cause alors des destructions de richesses très supérieures aux gains des prédateurs.

C'est pourquoi un État de droit qui favorise un équilibre collectif en interdisant les comportements prédateurs est nécessaire au bon fonctionnement d'une économie de marché. Malheureusement, certaines règles en vigueur dans l'économie financière moderne se sont éloignées de ces principes.

La rémunération des individus influe directement sur leur comportement. Le dirigeant détenteur de *stock-options*, le *trader* bénéficiant d'un

---

\* Président de FIXAGE.

bonus lié à son résultat, le gérant de fonds spéculatifs payé en fonction de sa performance présentent une caractéristique commune : leur rémunération est asymétrique. S'ils prennent des risques et ont de la chance, ils peuvent espérer gagner beaucoup. S'ils perdent, ce sont leurs actionnaires ou leurs clients qui payent, quand ce ne sont pas leurs concurrents, leurs salariés ou les finances publiques, c'est-à-dire l'ensemble des citoyens.

Les mathématiques financières permettent de démontrer que ces rémunérations s'apparentent à des options et que leur valeur est d'autant plus élevée que la prise de risque est élevée. Comment peut-on croire à la pleine efficacité de la fonction « contrôle des risques » si toute la chaîne hiérarchique a intérêt à accroître les risques ? Ainsi, récompenser le gérant d'un *hedge fund* en proportion de l'excès de sa performance sur le taux sans risque revient à lui offrir une option dont la valeur est d'autant plus forte que le risque qu'il choisit de prendre est élevé.

Au-delà des discussions sur la morale du capitalisme financier et la responsabilité individuelle, il est possible d'établir des incitations qui réconcilient la rationalité de l'intérêt individuel et le contrôle des risques de l'entreprise ou du système. La réglementation macroéconomique seule ne peut y suffire, elle peut même encourager les comportements individuels destructeurs : c'est le « hasard moral ». La solution est connue, mais n'a pas été appliquée : c'est une régulation microéconomique qui demande le partage des risques dès lors qu'il y a partage des profits (association) ou

qui exige que la performance ne soit récompensée qu'après prise en compte des risques encourus. L'équilibre économique et financier ne peut être atteint si chaque décideur est dispensé, pour ce qui le concerne, d'arbitrer entre espérance de gain et risque. Sans une forme de partage des risques et de sanction en cas de pertes, le décideur purement rationnel a intérêt à maximiser les risques pris, afin de maximiser son espérance de gains.

C'est pourquoi les *golden parachutes* sont abusifs : ils conduisent à récompenser les comportements à risque, même lorsque le risque se réalise. Au delà, tous les mécanismes qui récompensent la prise de risque peuvent être corrigés. Le bonus du *trader* ou du gestionnaire financier pourrait être pénalisé à proportion des risques encourus là où la simple rémunération à la performance ne tient compte que des risques qui se sont réalisés mais pas de ceux qui ont été pris sans encore se concrétiser.

La théorie des jeux et la théorie des incitations auraient dû permettre d'anticiper les conséquences des incitations perverses. Mais ces incitations perverses offraient de formidables occasions d'enrichissement rapide pour certains en détournant le risque sur d'autres, et il était tentant d'ignorer les mises en garde des théoriciens.

## L'AFFAIBLISSEMENT DES RÈGLES PRUDENTIELLES

Les règles prudentielles ont pour but de protéger le système en contraignant

les participants à limiter leur profitabilité. Ainsi, si l'objectif d'une banque ou d'une compagnie d'assurance est d'obtenir la meilleure rentabilité sur fonds propres, il suffit de réduire les fonds propres qui pèsent au dénominateur du ratio pour obtenir le résultat souhaité. Un ratio prudentiel de fonds propres poursuit donc un intérêt collectif : réduire le nombre de faillites et le risque de réaction en chaîne, alors que chaque participant rechercherait spontanément plus de risque dans l'espoir de gagner plus.

Établie au cours d'un lourd processus pluriannuel, la règle qui détermine comment est calculé le ratio prudentiel va libérer la créativité pour la contourner. Et la flèche de la recherche de profit l'emportera souvent sur la cuirasse de la réglementation prudentielle.

La faiblesse des règles prudentielles a joué un rôle indiscutable dans la genèse de la crise : les *investment banks* ou les courtiers en crédit échappaient aux États-Unis aux règles prudentielles des banques commerciales. Après quelques années d'assouplissement réglementaire, les *investment banks* avaient porté leur levier à 30, 40, voire 100. Les *hedge funds*, financés par des crédits bancaires, empilaient des stratégies de plus en plus risquées et de moins en moins liquides, puisque leur localisation les mettait à l'abri de toute règle. Ceux qui les distribuaient ne soulevaient pas souvent la question de leur liquidité.

De nouveaux instruments ont joué leur rôle dans l'épidémie. Les *credit default swaps* ont diffusé le risque de crédit à tous les investisseurs. Des produits structurés ont pu diffuser le

risque en le dissimulant aux yeux de qui n'était pas spécialiste. La titrisation a permis de céder sur le marché des créances ou des risques. Ces innovations ont conduit à des abus :

- elles ont permis de sortir certains actifs risqués du bilan d'une banque pour les domicilier dans des structures exotiques *ad hoc*, sans que le désengagement de la banque soit réel. Grâce à ces opérations, la banque économisait des fonds propres réglementaires. Dès 2007, de grandes banques ont dû soutenir et parfois réincorporer dans leurs bilans ces risques cachés mais qui commençaient à se réaliser ;

- lorsque les risques étaient réellement transférés à des tiers, souvent à travers des produits d'épargne collective, les mécanismes d'acceptation et de fixation du prix du risque se sont trouvés pervertis. Le preneur de risque n'hésitait pas à accepter de mauvais risques : il était rémunéré comme intermédiaire, mais ne conservait ni ne partageait les risques qu'il transférait rapidement. C'est ainsi que les signes avant-coureurs de difficultés sur le marché immobilier américain ont conduit à multiplier les opérations de titrisation des risques liés aux *subprimes* tant que celles-ci étaient encore possibles. Les gestionnaires des structures d'investissement qui acquéraient les actifs risqués ne partageaient pas non plus le risque et négligeaient de l'examiner de près : ils se contentaient d'une notation, souvent à travers un rehausseur de crédit. Des produits de plus en plus risqués ont été transférés au client final, qui croyait payer des spécialistes pour analyser et maîtriser le risque alors qu'il payait des intermédiaires qui lui transféraient

les risques dont les spécialistes ne voulaient pas.

L'agence de notation, qui se contente en réalité de donner une opinion sur la solidité financière d'un produit ou d'un émetteur dans le cadre d'un scénario de référence, ne faisait pas beaucoup d'effort avant la crise pour rappeler que la notation n'était pas une mesure de risque et qu'elle ne tenait pas compte des risques systémiques, ni des risques extrêmes. C'est pourquoi certains établissements se sont engouffrés dans la brèche : ils ont pu, comme certaines banques ou les rehausseurs de crédit, « garantir » les investisseurs contre des risques systémiques ou extrêmes, sans que leurs notations tiennent compte du fait qu'ils seraient bien incapables d'honorer ces garanties si ces risques se réalisaient. La notation n'a pas seulement ignoré certains risques : elle en a favorisé la propagation. Beaucoup d'intervenants étaient conscients des limites du système, mais ils en profitaient : la notation permettait d'occulter le risque, soit pour le diffuser largement à des tiers, soit pour économiser des fonds propres s'il était conservé au bilan. En faisant reposer très fortement le contrôle prudentiel sur la notation, les autorités ont participé au mouvement.

### **UNE MOINDRE PROTECTION DES INVESTISSEURS**

Les autorités réglementaires elles-mêmes se sont trouvées en situation de surenchérir dans l'assouplissement

des règles de protection des investisseurs, afin d'éviter la fuite des sociétés qu'elles contrôlaient. La concurrence a joué entre places financières et a conduit à réduire la transparence et la protection des investisseurs.

Sous prétexte de favoriser l'émergence d'un grand marché européen, les directives UCITS III et IV ont permis de distribuer dans toute l'Europe, avec la même étiquette qu'un fonds commun de placement ordinaire, des produits financiers de moins en moins contrôlés. Très éloignés des fonds communs de placement traditionnels investis en actions ou en obligations, ils n'étaient pas compris par l'investisseur. Bien sûr, ces fonds ont été localisés là où les règles étaient les moins strictes.

Des empilements de crédits immobiliers usuraires ont pu se retrouver dans des OPCVM monétaires dont le prospectus ne présentait ni le risque de crédit, ni le risque de liquidité. Un courtier américain a pu capter la totalité de l'actif de SICAV européennes, sans que son nom apparaisse dans les documents commerciaux ni dans les prospectus réglementaires. De nombreux multigestionnaires ont pu investir dans ces SICAV sans effectuer les vérifications qui auraient permis de détecter les anomalies et les risques.

La loi française, qui responsabilisait sévèrement les dépositaires en cas de difficulté de leurs sous-conservateurs, a été assouplie en 2008 dans le sens d'une diminution de la protection des investisseurs. La directive M.I.F., supposée renforcer la protection des épargnants, a conduit en fait ceux-ci à signer d'épais documents juridiques dont le principal effet est de protéger

les fournisseurs de produits financiers contre les recours des clients mécontents.

Combien de petites institutions gérées par des bénévoles sans compétence financière ont été classées par défaut en « investisseur professionnel » par leurs fournisseurs de services financiers ?

Combien d'investisseurs se sont vus imposer des produits financiers complexes dont la nature était cachée en petits caractères et en termes techniques incompréhensibles au milieu d'un prospectus de soixante pages, alors que les documents commerciaux utilisaient de façon répétée en caractères gras les termes de « sécurisé » ou de « prudent » ?

Combien d'acheteurs ont compris que ces produits « sécurisés », du fait de l'existence d'une « barrière désactivante », n'étaient garantis que si le marché de référence ne baissait pas trop ? Savaient-ils que leur « conseiller » et même leur gestionnaire pouvaient être récompensés s'ils plaçaient ce produit sur leur compte ?

## LES ILLUSIONS FINANCIÈRES DES INVESTISSEURS

Les attentes en matière financière sont influencées par la publicité et les informations commerciales qui procèdent à une véritable contre-éducation du grand public, mais aussi des décideurs institutionnels. Deux exemples :

- comment comprendre le lien entre la rentabilité et le risque quand les médias sont mobilisés pour imprimer

dans les esprits que le taux d'un placement liquide et sans risque est de 6 % ?

- comment distinguer des produits financiers très différents du point de vue des perspectives de rentabilité et de risque s'ils sont tous présentés comme de rentabilité équivalente (élevée) et de risque équivalent (faible ou nul) ? Les produits les plus dangereux sont toujours présentés comme sûrs, sécurisés, prudents ....

Comme la psychologie, les neurosciences et la finance comportementale, la théorie financière a été recyclée au service du marketing financier. Les investisseurs et les régulateurs eux-mêmes ont intériorisé les illusions financières ainsi véhiculées et en sont venus à pratiquer eux-mêmes l'injonction paradoxale et la sélection à rebours. Ces injonctions paradoxales se rencontrent très fréquemment dans les métiers financiers :

- c'est la commission financière d'un investisseur institutionnel qui demande de ne prendre aucun risque, mais recherche une rentabilité deux fois supérieure au taux sans risque ;

- ce sont les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui doivent simultanément viser des objectifs de rentabilité à long terme (qui ne peuvent être atteints qu'avec des actifs volatils à court terme comme les actions) et respecter une contrainte de solvabilité à l'horizon du trimestre ou de l'année (qui leur interdit d'être en moins-value).

Pour cela, les mécanismes de sélection des hommes, des hypothèses et des modèles vont jouer à l'envers, dès lors qu'il y aura un intérêt collectif à faire semblant de contrôler le risque.

Cette antisélection par les clients a joué pleinement tant à la fin de la période de bulle que depuis l'éclatement de la crise bancaire et financière :

- quel vendeur de produits financiers préfère écouter l'investisseur : celui qui explique qu'il n'est pas possible de gagner plus que le taux sans risque (de 2 % à 4 %) sauf à prendre des risques (ces risques pouvant être cachés) ou celui qui promet du 10 % « sans risque » ?

- quel conseiller préfère ce même investisseur : celui qui apparaît offrir gratuitement ses services, mais est rémunéré par le promoteur pour tenir un discours moderniste pseudo-scientifique afin de convaincre son client d'acheter des produits exotiques ou complexes, ou celui qui lui demande de le payer un peu et qui l'oriente vers des produits faciles à comprendre ?

- quel assureur se développe le mieux : celui qui distribue ce que rapportent ses placements ou celui qui, année après année, utilise au mieux les règles comptables pour distribuer davantage, tant qu'il peut ?

### LES COMPORTEMENTS DES FINANCIERS : L'ANTISÉLECTION

Les comportements des financiers reposent eux aussi sur l'antisélection :

- dans quel pays une banque préfère-t-elle installer ses OPCVM : celui qui impose une nette séparation des fonctions et des contrôles stricts ou celui dont les règles et leur application sont moins exigeantes ?

- pour noter une titrisation, quelle agence de notation va sélectionner le banquier : la plus rigoureuse ou la moins regardante ?

- le gérant d'une SICAV investie en actions va-t-il sélectionner une société industrielle dont le président explique qu'il n'est pas réaliste de promettre à la fois une rentabilité sur fonds propres élevée et des résultats en croissance régulière ?

- quel analyste financier est récompensé : celui qui écrit ce qu'il pense ou celui qui recommande le titre que son employeur est chargé de vendre ?

- quel actuaire choisit le conseil d'administration du fonds de pension : celui qui applique un taux d'actualisation modéré, une prévision de performance financière faible et une table de mortalité prudente, ou celui qui propose des hypothèses plus laxistes qui permettront de diminuer de 20 % la provision à financer par l'employeur ?

- quel directeur des risques est récompensé : celui qui bloque une opération très rémunératrice pour ses patrons ou celui qui l'accepte en dépit du danger ?

- si ce directeur des risques fait observer que le responsable de la salle de marché fixe un objectif de performance à ses *traders* qui est impossible à atteindre en respectant rigoureusement la politique de risque affichée, sera-t-il promu ou écarté ?

- quel modèle de calcul de risque choisit le banquier ou l'assureur : celui qui exige beaucoup de fonds propres ou celui qui, économe en fonds propres, permet d'obtenir la meilleure rentabilité sur fonds propres ?

- si la catégorie *trading* est moins pénalisée par la réglementation que la

catégorie crédits, où se trouve affectée une opération de crédit structurée, même manifestement illiquide ?

- l'industrie financière préfère-t-elle une réglementation basée sur une mesure de risque efficace ou une mesure de risque décriée par beaucoup d'auteurs comme sous-estimant le risque lorsque l'économie est en haut de cycle ?

Il est devenu très urgent d'éliminer les mécanismes destructeurs et de reconstruire des incitations efficaces, sous forme de récompenses et de sanctions adaptées. Jusqu'ici, pour les financiers, tricher un peu n'était pas grave, n'était jamais sanctionné et était même le plus souvent récompensé. Ils apprendront tout aussi vite à respecter des règles et des codes de bonnes pratiques qui n'accepteront plus ces comportements qui, en s'additionnant, détruisent le capitalisme, comme

l'évoquaient de manière prémonitoire Claude Bébéar et Philippe Manière dans le titre de leur livre publié avant la crise. Ce n'est pas une utopie : les métiers qui sont encadrés aujourd'hui par un code de bonnes pratiques professionnelles n'ont pas éliminé les dérapages individuels. Mais ces codes ont souvent évité que ces dérapages ne se généralisent par le simple jeu de la concurrence, la mauvaise pratique éliminant la bonne.

Les financiers ne sont pas des saints et leurs décisions immédiates obéissent à une rationalité simple. Malheureusement, le système financier en est arrivé à empiler à tous les étages des mécanismes qui punissent la vertu (l'honnêteté, la prudence et le bon sens) et récompensent le vice (la tromperie, la dissimulation, l'avidité, le jeu, ...). Le résultat s'est avéré conforme au proverbe américain : « *You get what you pay for* »<sup>1</sup>.

#### NOTE

1. Proverbe régulièrement évoqué dans des supports de type « Wall Street Journal » pour condamner les transferts sociaux qui, en indemnisant le chômage ou la maladie, inciteraient à la paresse.

