



CRISE FINANCIÈRE ET LEÇONS DE MORALE

MICHEL PRADA*

La crise financière, qui a débuté à l'été 2007 et qui n'a pas fini de déstabiliser l'économie mondiale, a de multiples causes techniques, de nature macroéconomique, macroprudentielle et microfinancière dont les gouvernements, les régulateurs et les acteurs du marché s'efforcent de tirer les enseignements et de réparer les effets.

Elle se caractérise également, sans doute plus que les précédentes, par de profonds dérèglements comportementaux qui rendent d'autant plus insupportables, pour les victimes de la récession qu'elle a provoquée dans de nombreuses économies, l'augmentation du chômage, les pertes de revenus et de patrimoine ou les effets attendus de l'accroissement des déficits budgétaires et de l'endettement public.

Aussi, la plupart des nombreux rapports consacrés à la crise et aux

mesures de redressement qu'elle appelle consacrent-ils quelques développements aux problématiques éthiques et, plus particulièrement, aux pratiques de rémunérations des dirigeants et des artistes du *trading*, ainsi qu'à la question du « court-termisme » et de la spéculation.

Bien que ces préoccupations éthiques soient, à l'évidence, justifiées par les graves déviances qui se sont produites et amplifiées depuis une décennie, il n'est pas toujours aisé de faire le départ entre les réactions médiatiques qui s'inscrivent plus dans la logique ambiguë du « politiquement correct », sorte d'alibi utilisé pour répondre à la critique radicale du système capitaliste, et les propositions opérationnelles qui fleurissent de toutes parts et dont la portée réelle, comme la faisabilité, mérite une réflexion sereine.

* Ancien Président de l'Autorité des Marchés Financiers.

Certains sujets sont, semble-t-il, plus « faciles » que d'autres : ceux qui sont en rapport avec les principes de loyauté et d'honnêteté, avec les questions de rapports de force et d'asymétries dans les relations entre les acteurs du marché. Ils ont, d'ailleurs, été de longue date analysés en profondeur par la doctrine et traités par les standards de régulation en vigueur dans le monde de manière relativement homogène, au moins en principe.

D'autres sont plus difficiles à traiter, car ils impliquent des jugements de valeur plus controversés, ou des arbitrages complexes de la relation « liberté-responsabilité-enjeu-risque », quand ils ne découlent pas de prolégomènes contestables.

et Stanford constituent les exemples extrêmes et sans précédent. Les ingrédients semblent banals : séduction, bonne réputation, excellence des réseaux, intelligence et cynisme, combinés, sans doute, avec le vertige qui saisit le fraudeur et l'empêche de s'arrêter ; incroyable crédulité des victimes, assortie, souvent, d'une bonne dose d'avidité pour certaines d'entre elles et d'incompétence pour d'autres ; incurie du système de surveillance. Seule la durée et l'énormité de la fraude appellent une attention particulière, par la cruelle mise en cause des « gendarmes ». Pour le reste, comment remettre des escrocs dans le droit chemin et, surtout, les empêcher de voler.

**FACE AUX DÉVIANCES
« CLASSIQUES »,
IL EXISTE DES PRINCIPES
ÉTHIQUES CLAIRS,
SOUVENT REPRIS
PAR LA RÉGULATION**

La crise financière met-elle en question, de manière originale, les principes éthiques applicables aux comportements du « premier groupe » ? S'agissant de la simple honnêteté, il ne semble pas. Les déviations observées participent, en effet, de comportements humains, hélas classiques, et clairement en contravention avec la norme.

Les cas d'escroqueries

Il y a, d'abord, les cas d'escroquerie dont les *Ponzi schemes* de Madoff

**L'exploitation des asymétries
d'information dans le marché**

La deuxième série de déviations « classiques » concerne l'exploitation des asymétries d'information dans le marché. Il n'est pas toujours évident que ce phénomène se soit développé de manière consciente dans la présente crise : le désastre s'est construit entre professionnels avertis sur des marchés peu ou pas régulés, dont lesdits professionnels revendiquaient l'autorégulation. Plus qu'un problème éthique, on est en présence de la rencontre improbable entre une extrême sophistication mathématique et technique, un arsenal particulièrement complet de définitions juridiques des rapports entre acteurs (en témoigne l'examen des documents contractuels associés aux produits structurés : tout y est, sauf l'essentiel) et une perte totale de

compréhension globale et de maîtrise du système. Les créateurs ont été anéantis par leurs créatures. À la réflexion, cependant, il y a bien là un problème d'éthique : les acteurs ont péché par orgueil : « *Quos vult perdere Jupiter dementat* ».

L'exploitation perverse des conflits d'intérêts

Un troisième cas classique de déviance est associé à l'exploitation perverse des conflits d'intérêts : ils ont fleuri avec une exubérance particulière dans le monde peu régulé de la banque d'investissement. Les responsables en avaient-ils conscience ? Étaient-ils victimes de la compétition qui les aveuglait ? Étaient-ils solidaires dans l'orgie ? Sauf pour les régulateurs à établir la fraude, eux seuls le savent... Pour l'avenir, se pose, à nouveau, pour les régulateurs, le problème des limites à poser à la pluriactivité : jusqu'où peut-on exploiter un fonds de commerce ? Faut-il segmenter rigoureusement les métiers ? Bien sûr disent certains ! Mais la France ne se félicite-t-elle pas de la robustesse relative de son système de banque universelle ? La pluridisciplinarité n'est-elle pas génératrice de synergies bénéfiques pour tous ? En ce domaine délicat, il ne semble pas y avoir de réponse univoque. L'éthique des comportements doit se combiner avec la clarté des règles. Ici, on interdira : le contrôle ne peut coexister avec le conseil ; on doute de la valeur d'une notation associée au conseil du noté. Ailleurs, on acceptera, moyennant des murailles de Chine et la maîtrise des conflits : gestion pour

compte propre et pour compte de tiers. Sans doute, partout et toujours, rigueur et permissivité alterneront-elles, sous l'influence de la concurrence, de l'innovation et des scandales...

Le rapport du fort au faible et de la loyauté dans la relation commerciale et de conseil

Dernier cas classique, celui du rapport du fort au faible et de la loyauté dans la relation commerciale et de conseil. Ici encore, la crise morale n'est pas « spécifique » à la présente crise financière. Le *misselling* est vieux comme le commerce. Mais les principes sont clairs : on doit connaître son client, le conseiller loyalement, ne pas lui cacher les risques, ni les coûts, pour ne lui présenter que les avantages, éventuellement fardés. Or, il y a eu des cas de *misselling* qui appellent réaction des régulateurs et changement de comportements de certains distributeurs. Ce fut notamment le cas pour certains produits « monétaires » dont le risque réel a été masqué. Sans doute la faute a-t-elle été parfois commise conjointement par le vendeur et l'acheteur : un gérant avisé, un trésorier compétent ne pouvaient-ils se douter qu'un rendement très supérieur au taux « sans risque » devait correspondre à un risque réel ? La faute des uns n'excuse pas celle des autres et il y a quelque démagogie à oublier le vieil adage : *caveat emptor*. Seul le grand public non formé peut légitimement revendiquer une protection renforcée de la part de ses fournisseurs. N'y a-t-il pas, d'ailleurs, un devoir moral de l'État, qui entend promouvoir l'économie

de marché, de veiller à ce que les citoyens reçoivent une éducation appropriée en ce domaine ? La modestie des moyens dont dispose en France l'Institut d'éducation financière du public et la modestie de la place faite au sujet dans les programmes scolaires témoignent d'une incohérence regrettable, même si quelques progrès ont été faits récemment.

LES NOUVELLES QUESTIONS ÉTHIQUES POSÉES PAR LA CRISE

La crise pose, en outre, une série de questions plus nouvelles et plus paradoxales auxquelles les réponses ne sont pas toujours évidentes.

La responsabilité des dirigeants des institutions financières

La plus paradoxale est, sans doute, celle de la responsabilité des dirigeants des institutions financières. Dans la mesure où tous les pays n'ont pas été frappés de la même manière, cette question ne se pose pas partout avec la même acuité. Il y a, cependant, faillite collective, d'autant plus incompréhensible que nous avons vécu une quinzaine d'années de réflexions intenses sur la gouvernance, ponctuées de rapports éloquentes sur les compétences et sur les devoirs des dirigeants, ainsi que sur l'organisation des conseils d'administration ou de surveillance et sur l'importance du contrôle interne. Certains législateurs ont traité le sujet. Les recommandations des organisations

professionnelles et des régulateurs ont fleuri. Cependant, nombre de responsables reconnaissent, aujourd'hui, n'avoir pas bien compris les *business models*, ni les produits, ni les risques, et s'être « lâchement » reposés sur l'autorité des patrons et sur les promesses des techniciens. « Du courage des administrateurs face à l'incompréhension » pourrait être le titre du prochain rapport sur la gouvernance. Pourtant, le sujet n'est pas si simple qu'il y paraît, car il s'agit tout autant d'un problème de caractère et de sens moral que d'un problème de compétence proprement technique. Ici se pose, notamment, la question du respect de l'objet social de l'entreprise, de l'importance donnée aux codes de conduite et à une culture d'entreprise respectueuse des valeurs fondamentales, de l'arbitrage entre le risque et le profit, de l'attention portée aux agents de contrôle et de la résistance à l'*ubris*. Tous sujets qui ne nécessitent pas d'être prix Nobel de mathématiques (ce qui ne garantit d'ailleurs pas le succès dans la gestion financière...).

Les systèmes de rémunérations des dirigeants et des « vedettes »

Le deuxième sujet propre à cette crise, sans être vraiment nouveau, est relatif aux systèmes de rémunérations des dirigeants et des « vedettes ». On le sentait venir depuis le milieu des années 90. Il a explosé en 2008. Toutes les initiatives pour tenter de raisonner les plus boulimiques ont échoué, particulièrement la thérapie de la transparence qui n'a conduit qu'à l'explosion des *league tables*. Il faut,



cependant, reconnaître que la transparence a au moins permis la prise de conscience du scandale, lorsque la crise a explosé. La question éthique revêt, en fait, deux aspects de difficulté inégale.

Le premier est relativement à portée : il s'agit de mieux prendre en compte, dans la détermination de la rémunération, la composante « performance » et la composante « risque ». Il est vrai que les fortunes faites à la « va vite », à la faveur de la constitution de la bulle, paraissent intrinsèquement illégitimes. Il existe, sans doute, des formules permettant de « lisser » les calculs dans le temps, pour mieux prendre en compte le risque associé aux prises de positions.

Le deuxième est plus difficile : quel critère doit-on retenir pour piloter l'évolution des rémunérations en valeur absolue, dans un système de marché libre ? On voit bien qu'il est illusoire d'imaginer un système de « grille » semblable à celui de la Fonction Publique. On voit, également, que les niveaux atteints parfois sont profondément choquants, pour ne pas dire révoltants (la Présidente du MEDEF n'a-t-elle pas évoqué « la nausée » ?). L'autorégulation ne marche pas, la solidarité des bénéficiaires organisant la relance de l'ascenseur. Le contrôle des actionnaires est, en général, hypothétique, et les managers au cuir épais sont prêts à affronter leur « bronca » pour le prix de quelques millions. Reste l'État, mais alors on change de système, ou la violence, qu'on ne saurait recommander ! Peut-on espérer que le sens de leur intérêt bien compris, sinon le sens moral qui semble les avoir quittés, conduise les

dirigeants en délire à trouver entre eux les martingales convenables ? Si la crainte de ne pouvoir passer par le chas de l'aiguille ne les rend pas raisonnables, peut-être la crainte de la révolte populaire leur rendra-t-elle la sagesse...

Le sens de l'action d'entreprendre

La crise financière a mis en lumière un dernier sujet « éthique », relatif au sens de l'action d'entreprendre, et qui conduit à une critique virulente du « court terme » au bénéfice du « long terme » et à une condamnation implicite ou véhémente de la « spéculation ». Dans l'un et l'autre cas, est-il permis, le procès étant instruit sans vrai débat et la condamnation pratiquement unanime, d'émettre une opinion plus nuancée ?

Le court terme et le long terme

L'opposition du court terme et du long terme est artificieuse et porteuse d'effets pervers. Il faut essayer de maîtriser les deux et de les mettre en cohérence. Sans doute le but final est-il, par définition, prioritaire et le « long terme » doit-il inspirer la stratégie. Mais il y a grand danger à négliger les exigences du court terme sous le prétexte de cette priorité et à stigmatiser l'usage des instruments de management du quotidien sous le prétexte qu'ils feraient perdre de vue l'objectif à long terme : pour faire image, on ne sait pas que les navigateurs du Vendée Globe négligent la moindre des informations *intradays* qui les font

louvoyer, changer leur route, réduire ou renvoyer la toile, sous prétexte qu'il leur faut rallier les Sables d'Olonne en 80 jours ! Seuls les commentateurs mal informés, ou en recherche de commentaire, tirent des leçons hâtives et souvent fausses de ces mouvements de « court terme ». La maîtrise du court terme conditionne la réussite à long terme, et l'on ne doit évidemment pas interpréter les actions de court terme à l'aune de l'objectif à long terme. C'est la raison pour laquelle, par exemple, le procès fait aux normes comptables, comme à l'effet pervers d'une périodicité accrue des informations comptables, apparaît... un peu court, même si ces normes comportent bien des imperfections, notamment quand elles sacralisent un marché illiquide ou inefficace, ou refusent de prendre en compte un *business model* inscrit dans la longue durée.

Le procès de la spéculation n'est pas moins ambigu

S'il s'agit de dénoncer les abus de marchés, rien de nouveau sous le soleil : les principes de l'OICV condamnent les actions d'initiés, les manipulations de cours, les actions de concert cachées. Ceux qui les pratiquent sont, en fait, des voleurs (d'information, ce « bien public » du marché) et des menteurs (qui travestissent le réel pour tromper le marché).

Mais s'il s'agit de condamner les positions à terme, les opérations de couverture, ou les opérations d'arbitrage, c'est toute l'ingénierie et l'efficacité du marché qui sont en cause. La spéculation est, au sens propre du terme,

l'essence de la vie économique et du marché. Elle ne pose pas, en soi, de problème éthique, dès lors qu'elle s'exerce dans le respect des modes opératoires et des règles de prudence. Elle exige, en revanche, un encadrement technique approprié pour fonctionner correctement : d'où la « redécouverte », après la faillite des marchés « OTC », des mérites des marchés organisés et des infrastructures de compensation, et de règlement/livraison.

La leçon de morale de cette crise financière ne devrait pas s'adresser aux seuls acteurs du marché. Ils ont certes péché, au pire par malhonnêteté, excès d'avidité, présomption, au mieux par faiblesse ou par incompetence.

La leçon s'adresse aussi aux responsables politiques et aux régulateurs qui ont posé le cadre dans lequel les excès ont été commis.

Les égoïsmes nationaux ont laissé libre cours aux déséquilibres fondamentaux, générateurs des excès de liquidité et de l'inadéquation des flux d'épargne aux besoins d'investissement.

Les régulateurs ont fait, trop souvent, prévaloir les intérêts supposés de leurs places financières sur les exigences d'une régulation adaptée à la nouvelle donne de la globalisation et de l'explosion du modèle *originate to distribute*.

Certaines « juridictions » ont refusé de rejoindre les organisations internationales où se construisent les standards communs et s'organise la coopération indispensable à leur mise en œuvre et au respect de la discipline collective.

Au total, les régulateurs ont, par leur abstention, et par leur incapacité à se mettre d'accord pour intervenir de manière coordonnée pour discipliner les comportements dévoyés des acteurs du marché, une part de responsabilité dans les récents événements.

Il faut aujourd'hui espérer que la gravité de la crise, comme la pertinence des analyses, notamment celles du Forum de la Stabilité Financière et,

plus récemment, celles du G30 et du rapport du Groupe de la Rosière, provoquent un sursaut salutaire, non seulement pour ce qui concerne la mise à niveau des outils techniques de gestion macro et microfinancière, mais aussi pour ce qui concerne les comportements des acteurs du marché et des régulateurs au regard des principes éthiques, faute desquels l'économie de marché serait en péril.

