

>> Rémunération et partage de la Valeur Ajoutée

Jean-Paul NICOLAÏ, Directeur Général⁽¹⁾

La rémunération des traders a fait la Une des journaux cet été. Ce thème était à l'ordre du jour du G20 de septembre. Il s'agit de trouver une forme de rémunération pour les salariés intervenant sur les marchés qui n'incite pas à des prises de risques excessives. En écho à cette préoccupation d'éviter toute nouvelle crise financière systémique en faisant évoluer bonnes pratiques et réglementations, les écarts de rémunération et le partage de la Valeur Ajoutée ont donné lieu à différentes études. Nous essayons ici de faire la part des choses et de proposer quelques clés de lecture sous l'angle rendement/risque.

>> Les constats

Plusieurs études récentes⁽²⁾, assez convergentes, font état d'une relative stabilité du partage de la Valeur Ajoutée entre salaires et profits ces dernières années. Toutefois, elles soulignent des écarts de rémunération croissants et une appropriation toujours plus significative de cette Valeur Ajoutée par les salariés les mieux payés.

Ces études montrent également une croissance de la part des dividendes dans le revenu distribuable des entreprises. La recapitalisation des entreprises ces dernières années réclame ce mouvement de hausse pour maintenir le même niveau de rendement. Ces mouvements font suite à la forte baisse des taux d'intérêt nominaux et au désendettement qui s'en est suivi.

Dans la répartition du profit, la part des mécanismes de participation et d'intéressement des salariés aux résultats des entreprises, bien que croissante, reste à un niveau faible.

Sur le thème de l'inégalité salariale croissante, le besoin de maîtrise des bonus dans le monde de la finance et la rémunération des dirigeants d'entreprise sont placés au premier plan. Est souligné notamment le besoin d'asseoir les rémunérations variables sur une performance mesurée « dans la durée ».

Fin août, le gouvernement français et les grands établissements bancaires de la Place ont proposé une évolution des rémunérations en lissant dans le temps la distribution des bonus, et en conditionnant le paiement des tranches futures à la confirmation des gains enregistrés. En effet, la « rémunération des traders » est non seulement considérée comme un souci pour une répartition équitable (et soutenable socialement) du revenu mais surtout pour son incitation à une prise de risques excessive, souvent considérée comme à l'origine de la crise financière de 2008.

Toutefois, la compétitivité de ces banques souffrirait de la mise en place de tels systèmes de rémunération si ce n'est pas généralisé à toute la planète : ils ne permettraient pas de recruter ou de retenir les opérateurs les plus performants. Il y a donc, dans ces travaux, deux thèmes finalement assez différents. Les deux méritent, selon nous, réflexion.

- > Le partage de la Valeur Ajoutée (y compris l'accroissement de la part des salaires élevés) devrait être enrichi de considérations sur le partage du risque et de sa rémunération.
- > La rémunération des dirigeants et des traders relève de mécanismes d'incitation. Les anciennes théories « Principal – Agent » de pilotage des entreprises ne sont pas totalement adaptées, notamment pour l'univers des opérateurs de marché. Les avancées issues de la finance comportementale renouvellent les travaux sur ces thèmes datant des années 70.

Nous verrons toutefois qu'au cœur de cette question des incitations se pose à nouveau celle de la Valeur Ajoutée...

>> La Valeur Ajoutée et le risque

Les agrégats de la comptabilité nationale sont issus d'un univers où le risque n'est pas considéré. Il y a bien la notion de rémunération du capital (risqué) mise en regard de la rémunération du capital non risqué (les intérêts sur la dette).

Mais, la Valeur Ajoutée (le « PIB ») ne prend pas en considération l'amélioration en termes de risque d'une économie. Cet agrégat est régulièrement critiqué car, il ne mesure pas non plus les gains en « qualité » de la vie, ou les effets sur l'environnement. Soulignons qu'au-delà de la non prise en compte du risque, d'autres effets d'accumulation ne sont pas intégrés, dont le capital humain (Cf. *Focus sur le rapport Stiglitz - Sen - Fitoussi, page suivante*).

(1) Cet article a bénéficié du travail de Anne-Cécile Hanriot, Ulf Clerwall, Gilles Garnier, Jean-Yves Blanc, Aurélie Naudé et Fanny Lionet - (2) Rapport de l'AMF sur les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées et sur la mise en œuvre des recommandations AFEP/MEDEF (juillet 2009) ; Rapport d'Information sur les rémunérations des dirigeants mandataires sociaux et des opérateurs de marché – Assemblée Nationale (juillet 2009) ; Partage de la Valeur Ajoutée, des profits et écarts de rémunération en France – Rapport au Président de la République (mai 2009) ; Le Partage des fruits de la croissance en France – Rapport du Conseil d'analyse économique au Premier Ministre (mai 2009).

Certains diront que seule la richesse nouvelle constatée « compte » et que la Valeur Ajoutée en est sa mesure : toute la dimension intertemporelle de l'économie est alors négligée.

La Valeur Ajoutée du secteur financier

Favoriser aujourd'hui la croissance future est un « enrichissement » instantané. Qu'elle soit effectivement supérieure ou inférieure – cela dépend de nombreux autres aléas – ne remet pas en cause le constat suivant : c'est aujourd'hui qu'une action a eu lieu et a ainsi « ajouté » de la valeur. Diversifier les risques, les couvrir, les transférer intertemporellement sont donc des actions qui, selon nous, sont source de Valeur Ajoutée. Rendre possible le financement de l'économie (à commencer par le risque de transformation assumé par les banques) fait partie de l'ensemble de ces actions.

Cette question épistémologique n'est pas sans conséquence sur le regard porté aux métiers de la banque ou de l'assurance. Le calcul standard de la Valeur Ajoutée de ces activités ne prend absolument pas en compte leur apport à l'économie ; la mise en place d'un dérivé complexe (parce qu'il transfère du risque entre des agents différents) va permettre des investissements ; la titrisation (en supposant qu'elle ne soit pas mise en œuvre de façon aussi inconsidérée que ces dernières années) rend possible, par la dispersion des risques, une prise de risque plus élevée⁽³⁾ ; même le trader, que la théorie souligne comme fondement de l'efficacité des marchés, doit être considéré pour sa Valeur Ajoutée.

Partage du risque et partage du revenu

Plus généralement, l'analyse du partage de la Valeur Ajoutée mérite d'être conduite spécifiquement sur le thème du risque. La prise en considération du capital humain et du risque des salariés dans un univers où le marché du travail est « flexibilisé » rend moins pertinentes les analyses historiques séparant le facteur capital portant le risque et le facteur travail sécurisés par le salariat. Les mécanismes de participation, parce qu'ils ne diversifient pas le risque supporté par les salariés, doivent être prudemment discutés.

Enfin, la recapitalisation des entreprises aurait dû entraîner une baisse de la rémunération du capital financier au travers d'une baisse de la prime de risque. La croissance de la part des dividendes ne va pas dans ce sens...

>> Inciter à la prise de risque

Dans les années 70, la théorie « Principal – Agent » ou « Centre – Périphérie » visait à modéliser les asymétries d'information – ou de critères – entre les actionnaires et les dirigeants opérationnels des entreprises. Elle s'appliquait aussi à des mécanismes de décentralisation au sein des entreprises, lorsque les efforts des salariés n'étaient pas directement observables. Ces modélisations donnent la forme des mécanismes d'incitation à mettre en place conduisant l'entreprise à un optimum de second rang⁽⁴⁾.

Ces modèles prennent en compte l'existence d'incertitudes, mais ne sont pas totalement adaptés à la décentralisation et

focus

RAPPORT STIGLITZ - SEN - FITOUSSI

Le rapport Stiglitz – Sen – Fitoussi pour la Présidence de la République française a été publié en septembre 2009 sur la Mesure des Performances Economiques et du Progrès Social. Il établit notamment une distinction entre évaluation du Bien Etre présent et de sa soutenabilité. Il s'ensuit la volonté de prendre en compte des éléments de qualité de vie d'une part, et des éléments de stock (rareté de nos ressources) d'autre part.

Il est dommage que la thématique du risque n'y soit abordée que du point de vue des ménages – qu'il s'agisse du risque sur leur épargne à long terme ou sur leur sécurité personnelle.

Les questions liées au risque sur le Bien Etre des ménages sont majeures et le rapport permet d'en aborder un grand nombre.

Mais, on manque ici le cœur même de ce qui fait le fonctionnement d'une économie dans son ensemble : l'existence du risque et les mécanismes de transfert dans l'activité de production même.

au pilotage en environnement risqué. Quelques travaux sur la décentralisation de critères RAROC ou de pilotage par les risques commencent à apparaître, sans apporter de modèle simple de référence⁽⁵⁾.

Pourtant, la question essentielle en entreprise est de définir les « budgets de risque » propres à chaque unité opérationnelle : alors, localement, les acteurs agissent au mieux, tout en laissant au niveau du groupe, la mesure et la maîtrise de l'ensemble de ses risques. Le fonctionnement d'une entreprise repose finalement sur des mécanismes d'incitation à la prise de risques. Même si la maîtrise globale des risques et le pilotage de l'ensemble, au travers d'un dispositif adapté, sont nécessaires, il n'y a création de valeur que si il y a prise de risques.

Les Banques et Bâle 2 ne semblent pas avoir trouvé le dispositif parfait – c'est le moins qu'on puisse dire – bien que ce soit le cœur même des préoccupations du Comité de Bâle. Qu'est-ce qui fait défaut ?

L'anormalité des profils de risque

Il n'est pas forcément « irrationnel » de jouer au loto, même si l'espérance de gain est négative. La structure des gains et des probabilités rend possible le fait de gagner un lot très important. Un tel lot étant susceptible de changer radicalement la vie du gagnant, il est rationnel de payer pour cette éventualité (même raisonnement qu'une prime d'assurance vis-à-vis d'une catastrophe éventuelle). De telles considérations sont à la base de l'économie expérimentale ou comportementale et ont valu à Danny Kahneman, psychologue, de recevoir le prix Nobel d'économie en 2002 et d'être aujourd'hui en vogue à la Maison Blanche⁽⁶⁾.

On comprend alors que la recherche de gains par les traders entraîne une prise de risque que la VaR mesure difficilement... Il ne s'agit pas de considérer que les traders « jouent au loto », mais d'accepter l'idée que la structure de probabilité et le profil de risque des traders s'accroissent mal

(3) Que le risque systémique s'accroisse corrélativement n'interdit pas de trouver la bonne mesure, « optimale » pour l'ensemble de l'économie - (4) L'optimum est de second rang car la contrainte informationnelle (les agents ne disposent pas de toute l'information) engendre, malgré les mécanismes d'incitation, une perte d'efficacité - (5) Cf. « Economic capital allocation under liquidity constraints » de Fernando Mierzejewski, Université Catholique de Louvain, 2006 - (6) L'éditorialiste-vedette du New York Times, David Brooks, en a fait un sujet à la mode. Il était également membre de la Commission Stiglitz – Sen – Fitoussi.

d'une représentation par une loi normale, ou même par une sophistication de cette dernière. La diversification des produits et des traders peut offrir à la Banque un profil de risque plus standard, mais il convient de penser les « incertives » avec des limites de risque en cohérence avec cette réalité. Il faut surtout accepter l'hypothèse que ces anomalies de profil de risque rendent réellement possible la création de valeur opérée dans les mécanismes de transfert de risque (conception des produits, vente et couverture). Les travaux de Kahneman sur la *prospect theory*⁽⁷⁾ permettront peut-être de repenser la théorie Principal – Agent dans un cadre pertinent pour une salle de marché.

La mauvaise prise en compte des engagements

Au-delà de ce profil de risque instantané, il faut bien considérer la dimension spécifique de l'industrie de la banque. Son cycle de production est inversé. Le « produit » (financement comme produit structuré ou même intermédiation dans certains cas) est vendu avant d'être réellement « produit ». Nous avons détaillé ailleurs ce point : la production elle-même est, en fait, la chaîne de couvertures imparfaites permettant de dégager une marge⁽⁸⁾. Dès lors, le montant des marges – dégagées ou non – n'est pas encore connu lors du calcul des bonus. Le paiement des bonus étalé sur plusieurs années, avec la possibilité d'ajuster les versements des années suivantes en cas de pertes, est un dispositif assez cohérent avec cette réalité⁽⁹⁾. Mais cela reste une simplification car le risque généré tout le long de la chaîne de couvertures n'est pas réellement mesuré. Ce point est complexe et seule une véritable avancée conceptuelle – une approche « produit » au sein des BFI – permettra de mieux définir l'assiette des gains et la contribution de chacun à cette création de valeur.

Cette question du risque et de l'horizon temporel est au cœur du besoin de reformulation du modèle « Principal – Agent » avec la nécessaire convergence des horizons du Principal (la Direction Générale) et des Agents (le Front-Office).

Politique sociale et politique d'entreprise

Cette question de convergence des intérêts se pose également entre agents Front-Office et équipes support. Nous avons proposé ailleurs⁽⁸⁾ des organisations qui rééquilibrent motivations et responsabilisations au sein des BFI. Les déséquilibres entre FO et support sont, en effet, des sources de risques opérationnels majeurs. Plus généralement, se pose la question de base pour la gestion de l'entreprise, liant l'accumulation de son capital humain au bon fonctionnement des process.

Bien sûr, une politique interne se conçoit en fonction de la politique de rémunération. Cette dernière, si elle doit être « fair »⁽¹⁰⁾, se veut en ligne avec les « salaires de marché ». Le risque de surenchère entre entreprises existe toujours. Par exemple, les grands clubs de basket aux Etats-Unis ont conclu un accord pour ne pas se débaucher mutuellement leurs joueurs de façon à éviter l'inflation salariale. Mais, de telles pratiques sont assez loin des références libérales au « marché » qui sont celles des banques...

Il est intéressant de remarquer que la distribution des bonus sur plusieurs années apporte une forme de fidélisation des opérateurs, et ainsi, une double réponse. Toutefois, l'enjeu reste fondamentalement celui de la juste mesure de la Valeur Ajoutée des Front-Officers et de la reconnaissance de cette dernière.

Si le management de l'entreprise doit s'interroger sur la « juste rémunération » de ses salariés, le « pilotage » politique doit en faire de même. De l'interventionnisme sur les modalités de règlement des bonus à la fiscalité directe, tout est actuellement étudié pour faire avancer le « dossier des rémunérations ». Jeter l'anathème sur les traders et leurs bonus n'explique ni ne solutionne la crise. Mais la contribution de tous, via l'endettement public, au sauvetage du système financier oblige à un travail en profondeur. Que ce système soit accusé d'avoir « pris en otage » l'économie réelle doit attirer notre attention sur son rôle, sa contribution et donc sa Valeur Ajoutée au sein de nos économies ●

4

ÉVÉNEMENT > Paris

PRMIA⁽¹⁾, in partnership with OTC Conseil and Oracle, organize a conference on the theme:

Individual Capital Adequacy Assessment Process (ICAAP)

To help your institution understand ICAAP, pillar II risk measurement, stress testing and scenario analysis and gain practical insights into institutional capital adequacy management processes, we have organized a special session on ICAAP and stress testing for you. By attending this event, you will learn about:

- ICAAP requirements,
- How banks have been implementing ICAAP,
- Surmounting hurdles in implementing ICAAP,
- How ICAAP is supervised, what are European regulators prescribing,
- What banks can do to improve their ICAAP.

We will also presenting a special demo on stress testing as part of the event.

VOTRE CONTACT
PRMIA

Christian JIMENEZ – paris@prmia.org

(1) PRMIA : The Professional Risk Managers International Association.

(7) Prospect Theory (ou Théorie des Perspectives) : sur la base de constats empiriques, elle décrit la manière dont les individus évaluent de façon asymétrique leurs perspectives de gain et de perte. (8) Cf. étude OTC Conseil « Repenser le modèle économique des Banques de Financement et d'investissement » - <http://www.otc-conseil.fr/re/publications/travaux-etudes/modele-eco-bfi/> - (9) C'est ce qui a été retenu par les établissements français et devait être retenu lors du G20 - (10) Rémunération sur la base d'une éventuelle productivité marginale avec une vision élargie tenant compte des risques engendrés.