

**"Les Invités"**

organisé en collaboration avec le Collège des Bernardins et grâce aux parrains de l'École de Paris :

Algoé<sup>2</sup>  
Alstom  
ANRT  
CEA  
Chaire "management de l'innovation"  
de l'École polytechnique  
Chaire "management multiculturel  
et performances de l'entreprise"  
(Renault-X-HEC)  
Chambre de Commerce  
et d'Industrie de Paris  
CNES  
Conseil Supérieur de l'Ordre  
des Experts Comptables  
Crédit Agricole SA  
Danone  
Deloitte  
EADS  
École des mines de Paris  
Erdyn  
ESCP Europe  
Fondation Charles Léopold Mayer  
pour le Progrès de l'Homme  
Fondation Crédit Coopératif  
Fondation Roger Godino  
France Télécom  
FVA Management  
Groupe ESSEC  
HRA Pharma  
HR VALLEY<sup>2</sup>  
IDRH  
IdVectoR<sup>1</sup>  
La Fabrique de l'industrie  
La Poste  
Lafarge  
Mairie de Paris  
Ministère de la Culture  
Ministère de l'Industrie,  
direction générale de la compétitivité,  
de l'industrie et des services  
OCP SA  
Paris-Ile de France Capitale Economique  
PSA Peugeot Citroën  
Reims Management School  
Renault  
Saint-Gobain  
Schneider Electric Industries  
SNCF  
Thales  
Total  
Ylios

<sup>1</sup> pour le séminaire  
Ressources technologiques et innovation  
<sup>2</sup> pour le séminaire Vie des affaires

(Liste au 1<sup>er</sup> juin 2012)

**POUR UNE GOUVERNANCE EFFICACE  
DES ENTREPRISES ET DES MARCHÉS**

par

**François VALÉRIAN**

Historien

Ancien banquier d'affaires et consultant

Auteur de *Crise dans la gouvernance, éthique des affaires et recherche du profit*

**Dominique JACQUET**

Professeur à l'université Paris-Ouest Nanterre,  
à l'École des Ponts ParisTech et à l'INSEAD

**Laurent TRÉCA**

Président d'ARVAL

Ancien directeur de la stratégie et du développement de BNP Paribas

débat animé par

**Michel BERRY**

École de Paris du management

Séance du 5 avril 2012

Compte rendu rédigé par Pascal Lefebvre

**En bref**

Des crises sans cesse répétées mais dont on ne semble rien comprendre, des Cassandre qui crient des vérités que nul ne veut entendre, une frénésie du gain qui saisit traders et petits porteurs, des escrocs à la bouche d'or qui séduisent académiques et magnats de l'économie : ce tableau du monde de la finance évoque davantage la *Nef des fous* de Jérôme Bosch que la sérénité feutrée dont le monde de la banque se targuait naguère. Mais les arbres peuvent-ils monter jusqu'au ciel, comme le disaient les investisseurs de jadis ? Pour François Valérian, les racines du mal sont à chercher dans les croyances qui nous saisissent et nous rassurent face à un monde désormais trop complexe. En l'absence de régulations efficaces, face à des États empêtrés dans leurs dettes, la machine infernale de la finance globalisée n'échappe-t-elle pas même à ceux qui l'ont créée ?

*L'Association des Amis de l'École de Paris du management organise des débats et en diffuse des comptes rendus ; les idées restant de la seule responsabilité de leurs auteurs.  
Elle peut également diffuser les commentaires que suscitent ces documents.*

## EXPOSÉ de François VALÉRIAN

Est-il possible de mieux gouverner les entreprises et les marchés pour prévenir une nouvelle crise financière majeure ? La question se pose depuis longtemps à peu près dans les mêmes termes, au moins depuis la grande crise de 1929. Pourtant, elle se repose d'une crise à l'autre alors qu'elles se suivent et font l'objet de descriptions souvent voisines. On pourrait ne pas s'en soucier et considérer que les investisseurs imprudents sont régulièrement punis par les marchés. Il y a cependant une urgence publique à prévenir les crises. En effet, elles sont contagieuses et frappent beaucoup de gens qui n'ont pas commis d'imprudence particulière.

Les crises sont, en effet, de plus en plus contagieuses. Les défauts de paiement de ménages modestes aux États-Unis mettent en difficulté de nombreuses banques occidentales. Il en résulte un ralentissement économique général qui cause du chômage et provoque, du fait de leurs imprudences passées, la chute des gouvernements grec, portugais, italien et espagnol. Et les crises financières se transforment vite en crises sociales et politiques. Quant aux plans qui se succèdent pour tenter de résorber ces crises, ils ne font que transformer des pertes privées en charges publiques.

Il y a donc, de la part de la puissance publique, un intérêt à agir. Or, tenter de prévenir la crise, c'est tenter de prévenir la spéculation qui la précède. Pour cela, il faut en comprendre le moteur, cet engouement pour une classe de produits dont la fin brutale déclenche la crise.

### Les spéculations sont affaires de croyance

Il existe deux discours dominants, difficiles à concilier, sur les spéculations. L'un est plutôt philosophique et s'attache à décrire le mimétisme à l'œuvre dans la spéculation. L'autre est mathématique et insère la spéculation dans la théorie générale des marchés efficients.

On a des descriptions précises de ce mimétisme, au moins depuis *L'argent* de Zola et les analyses théoriques de Piatt sur la panique financière américaine de 1907. L'idée du mimétisme inspire aussi à Keynes, dans sa *Théorie générale* de 1936, sa métaphore fameuse du concours de beauté.

Dans le même temps, une autre vision des marchés apparaît dans la *Théorie de la spéculation* que Louis Bachelier publie en 1900, qui forme le premier jalon de la théorie des marchés efficients. Pour les tenants de cette théorie, les cours des actifs financiers intègrent, à tout instant, toute l'information disponible et s'ajustent par l'apparition de faits nouveaux qui influencent le rendement de l'actif. Les moments de folie mimétique sont exceptionnels et s'expliquent par des erreurs d'appréciation sur les informations disponibles, erreurs que le marché a tôt fait de corriger.

Je n'ai que rarement observé, dans le monde financier, le mimétisme brutal, celui qui fait acheter ou vendre seulement pour imiter les autres. J'y ai, en revanche, beaucoup vu d'intervenants qui absorbaient quantité d'informations et décidaient de la conduite à tenir sur cette base. Cependant, dans les périodes de forte hausse, ces informations sont le plus souvent interprétées sur la base d'une croyance partagée par le plus grand nombre. La prendre en compte permet de concilier la théorie des marchés efficients et celle du mimétisme : les marchés, dans les périodes de spéculation boursière, continuent à intégrer des informations mais les lisent au travers d'une croyance commune à la plupart des acteurs et largement auto-réalisatrice.

Les moments d'entre-deux, comme ceux que nous vivons, où l'on ne sait pas vraiment si les marchés montent ou baissent, sont au contraire des moments agnostiques. Ce sont des moments de forte pertinence de la théorie des marchés efficients, car on réfléchit alors beaucoup et on s'interroge sur les qualités intrinsèques des actifs financiers, sur leurs perspectives de rendement, sur les informations dont on dispose à leur sujet.

Les périodes de forte hausse boursière sont donc baignées de croyance. Si les prix des actifs intègrent bien des informations, elles sont toutes lues à travers le prisme d'une croyance fondamentale. Les tuyaux, les coups de Bourse, les rumeurs vraies ou fausses n'ont pas disparu pour autant, mais la croyance les consolide, les justifie, rationalise le coup de Bourse en le rendant en apparence moins risqué. Ainsi, dans les années 1990, internet semblait un gage de croissance éternelle car l'ajustement permanent de l'offre à la demande allait supprimer les effets de stocks et les risques de dépression, tandis que l'élargissement rapide des marchés à la planète entière créerait une richesse collective sans précédent.

Cette croyance s'était à peine effondrée, en 2001-2002, qu'elle était remplacée par une autre, toute aussi puissante bien que plus discrète, celle en la *Grande Modération* prêchée dès le début de la dernière décennie par des banquiers, des universitaires et des hauts fonctionnaires américains proches de la finance. Comme l'internet des années 1990, la Grande Modération représente une fin de l'histoire, la fin des crises de crédit.

La croyance porte alors sur un instrument, la titrisation massive des prêts suivie de la vente des titres obtenus par tranches de risques, qui permet d'accroître considérablement les possibilités du crédit, notamment en offrant un accès facile aux prêts immobiliers pour de nombreux foyers américains modestes, et grâce à des institutions financières bien plus nombreuses que les prêteurs immobiliers traditionnels. En théorie, ce regroupement des créances et leur redistribution par tranches, en permettant de trouver preneur pour chaque risque, accroissait considérablement le marché des prêts, ce qui devait entretenir la hausse de l'immobilier. Il devait aussi permettre aux ménages ne parvenant plus à faire échéance de se refinancer d'où, dans un premier temps, un très faible taux de défauts de paiement. Ces crédits "titrisés" ont constitué des investissements si attractifs pour les institutions financières qu'au lieu d'être redistribués sur tout le système, ils sont restés sur les bilans des principales institutions, bilans qui se sont alourdis à la fois des prêts titrisés et des dettes qui les finançaient.

L'euphorie financière soutenue par cette croyance entretient donc, dans ce cas, non pas la hausse du prix d'un actif ou d'une classe d'actifs, mais l'expansion en volume d'un certain type de produits financiers, porteurs de marges juteuses pour les banques dont les cours s'apprécient alors considérablement. Le dynamisme du secteur financier s'étend ainsi à toute l'économie. Les banques occidentales font le siège de la Grèce, pour prêter à son gouvernement, y acheter des réseaux bancaires, voire même vendre au gouvernement grec des produits qui permettront de dissimuler à Bruxelles le vrai montant de la dette. Les banques prêtent aux gouvernements pauvres comme aux ménages modestes, soutenues par l'optimisme confiant de la Grande Modération. L'immobilier américain va ainsi poursuivre son développement, soutenu par la croissance des revenus et des phénomènes démographiques comme l'augmentation du taux de divorces.

On parle peu de croyance dans le monde de la finance parce que la raison économique prétend ne connaître que les chiffres. Pourtant, seule la croyance explique ces emballements collectifs dans lesquels tous les raisonnements, aux conclusions toutes semblables, semblent inspirés par la raison et poussent les marchés à la hausse. La croissance de l'immobilier sur le long terme et la solidité des produits qui en dériveraient étaient affirmées par des articles universitaires comme par les rapports du FMI (Fonds monétaire international). Ces textes, se citant les uns les autres, ont formé le substrat sur lequel sont nés des rapports directement utiles aux entreprises et aux investisseurs : rapports d'analystes sur les produits de fonds propres, rapports d'agences de notation sur les produits de dette, etc.

La fonction des analystes de banque ou des agences de notation est de fournir aux marchés, pour reprendre une expression de Claude Riveline et de Michel Berry, des « *abrévés du vrai* », quelques pages qui se condensent en une recommandation ou une note. Ces documents sont incompréhensibles, en période de forte hausse boursière, si l'on ne tient pas compte de la

croissance générale en un avenir favorable, en des conditions économiques nouvelles et en la crédibilité d'un certain nombre d'acteurs. Et les analystes et agences de notation font commerce de cette confiance, non pas en étant malhonnêtes, mais en la traduisant dans le langage de la rationalité économique.

Le caractère auto-réalisateur d'une croyance communément partagée rend difficile la séparation entre croyance et analyse économique. Les résultats financiers concrets prouvent la justesse de la croyance et dispensent de s'interroger sur son bien-fondé. Bernard Madoff en a administré la preuve magistrale, à une échelle mondiale, en vendant, sur la base d'un historique de performance, des stratégies de *trading* dont les seules brochures promotionnelles permettaient d'établir le caractère irréel. On se méfie rarement d'un succès que les chiffres confirment année après année, trimestre après trimestre, parfois jour après jour.

Croyance et confiance sont générales dans les périodes de hausse boursière. La croyance se manifeste aussi au bénéfice de certaines entreprises qui semblent le mieux épouser la croyance générale : Enron allait transformer l'économie mondiale en une immense place de marché électronique et Goldman Sachs avait inventé le moyen de développer à l'infini les potentialités du crédit...

Enfin, à l'intérieur même des entreprises, et particulièrement dans les périodes d'euphorie boursière, certains individus font l'objet d'un véritable engouement : ce sont des traders à la réussite importante, dont les affaires de fraude montrent qu'ils sont très difficiles à contrôler parce que personne n'ose exiger d'eux des réponses à certaines questions ; ce sont aussi les managers qui montent ces produits dérivés juteux notés triple A. Les entreprises manifestent une propension importante à se fier à ceux et celles qui rapportent beaucoup, donc à ceux et celles qui épousent le mieux les engouements boursiers du moment. Le président de Citigroup, qui autorisa l'investissement en dérivés d'immobilier par dizaines de milliards, était ainsi profondément respecté comme étant l'homme qui avait provoqué le démantèlement définitif de la loi Glass-Steagall portant séparation des banques d'affaires et de dépôts.

Les réglementations et produits de la finance sont plutôt abstraits, mais quand la croyance collective concerne des percées technologiques, les présidents de ces entreprises innovantes bénéficient d'une confiance extraordinaire. Il faut se souvenir de l'aura qui entourait les présidents de Vivendi ou de Deutsche Telekom en 2000, sans parler de Ken Lay ou Jeffrey Skilling, chez Enron, ou de Bernie Ebbers, à la tête de WorldCom. Je n'insinue pas que certains patrons aient été malhonnêtes. Au contraire, je crois que les agissements malhonnêtes chez Enron ou WorldCom n'ont formé qu'un aspect particulier d'un problème plus vaste lié à la croyance. On ne peut qu'avoir foi en un président dont l'action boursière monte au ciel.

Nous avons donc là trois niveaux de bulles spéculatives, qui se renforcent les unes les autres, dans la confiance collective à l'égard d'individus, d'entreprises et d'idées fondamentales sur l'évolution de l'économie. Il existe cependant un stade de la bulle, difficile à distinguer, où la confiance globale diminue : tout éclate alors, la méfiance est partout et les idoles gisent en morceaux.

Les idées fondamentales, d'abord, sont détruites. On découvre la lenteur des changements induits par l'internet, la finitude du marché immobilier ou les risques des prêts. On se méfie aussitôt des entreprises qui avaient le plus misé sur ces croyances fondamentales, banques hier ou aujourd'hui, entreprises technologiques avant-hier. Cette diffusion de la méfiance est massive, elle s'opère à la vitesse d'un krach boursier, mais peut peser ensuite pour des années sur le crédit, l'investissement et tout ce qui suppose la confiance en l'avenir.

Ces moments de confiance excessive et de méfiance généralisée sont-ils exceptionnels dans la vie financière ? Il semble que non, et qu'à peine sorties d'une crise boursière, les entreprises, notamment financières, recherchent le prochain sujet d'emballage, la prochaine vague d'investissement qu'il faudra savoir prendre si l'on veut retrouver des profits élevés. Il suffit

de parcourir aujourd'hui le journal pour trouver quelques vagues possibles avec leurs croyances déjà prêtes : les matières premières dont la Chine a besoin, la Chine elle-même en train de devenir la première puissance mondiale, les énergies renouvelables qui remplaceront le charbon condamné par le climat et le nucléaire condamné par Fukushima... Individus, entreprises et marchés recherchent la prochaine spéculation haussière car on ne réalise jamais autant de profit qu'au moment où tout le monde spéculé sur des profits massifs.

Ce n'est pourtant pas ce mécanisme qui attire le plus l'attention dans les mois qui suivent une chute boursière. La chute a fait des victimes, et ces victimes ou leurs défenseurs politiques, judiciaires ou journalistiques, recherchent des coupables. On n'est généralement pas long à en trouver, au troisième niveau de la croyance détruite, celui des individus. Les présidents que l'on portait au pinacle sont voués aux gémonies, ceux à qui l'on donnait sans compter se voient disputer leur bonus ou leurs indemnités. On assiste, en particulier, à une coalition intéressante des hommes politiques, des journalistes, des juges et, pour autant qu'on puisse le savoir, de l'opinion publique et des petits investisseurs, pour poursuivre et punir un sous-ensemble minoritaire d'hommes d'affaires : les gens malhonnêtes.

Je ne nie pas l'importance des délits commis, mais l'insistance à condamner ces agissements empêche de mesurer les phénomènes réellement à l'œuvre dans une spéculation boursière. Il n'a peut-être jamais été autant question de transparence sur les sujets financiers qu'après la crise de 2008, crise souvent attribuée à des produits que l'on disait opaques ou toxiques. Or, les produits financiers en cause dans la dernière bulle n'étaient pas vraiment opaques, l'élément de pari qu'ils contenaient était même assez clair quant à la poursuite espérée de la hausse immobilière. On se plaint souvent de l'opacité d'un produit quand ce produit vous fait perdre de l'argent. Mais ce qui devient soudain opaque, ce n'est pas le produit, c'est l'économie jusqu'alors éclairée par une croyance désormais éteinte. La toxicité, quant à elle, renvoie à la culpabilité de quelques entreprises ou individus criminels qui, par cupidité, auraient empoisonné les sources de notre économie.

L'action des pouvoirs publics, dans la plupart des pays occidentaux et en-dehors des mesures d'injection financière massive pour empêcher l'arrêt du système de crédit, est apparue plutôt modeste et cohérente, avec un désir de vertu et d'hygiène. Les après-krach sont aussi marqués par des réformes législatives ou réglementaires : Sarbanes-Oxley en 2002, Dodd-Frank en 2010, dont l'objectif principal semble être d'expulser les produits ou pratiques toxiques à l'origine de la crise précédente. Il paraît désormais exclu qu'un conseil d'administration d'entreprise cotée à New-York travaille aussi peu que ceux d'Enron ou de WorldCom, ou qu'une spéculation se déclenche sur des produits dérivés de l'immobilier américain. Il est beaucoup question, aussi, de refaire un Glass-Steagall Act et de séparer les activités d'investissement de celles de prêt. C'est sans doute une bonne chose, mais je crains que nous ne soyons là aussi dans un rêve de pureté, de séparation entre une activité peu risquée et bénéfique, et une activité toxique ou corruptrice. Rien n'empêchera les futures banques d'investissement d'alimenter une nouvelle frénésie spéculative ou d'en faire elle-même l'objet et, délestées de leurs lourds bagages de banque commerciale, d'être enclines à prendre encore davantage de risques.

Après chaque crise, on punit ou l'on réforme. En revanche, on ne touche guère aux mécanismes qui poussent la plupart des entreprises à adhérer aussi fortement à une croyance collective et à la spéculation qu'elle entretient. Il est donc bon de s'attarder sur ces mécanismes, libérés par un exercice particulier du pouvoir dans l'entreprise.

### **Un enjeu laissé de côté : le pouvoir dans l'entreprise**

La crise financière de 2008-2009, comme celle des valeurs technologiques auparavant, a laissé de nombreuses sources utiles à l'étude des dysfonctionnements d'entreprises confrontées à une envolée boursière. La commission d'enquête américaine sur la crise financière a ainsi publié, en mars 2010, un épais rapport et elle a diffusé les procès-verbaux de

nombreuses auditions de dirigeants d'entreprises financières. Par ailleurs, plusieurs entreprises, dont Lehman Brothers est la plus connue, n'ont pas survécu à la crise. Or, on ne connaît jamais mieux une entreprise que lorsqu'elle est privée des défenses qui la protégeaient du regard extérieur. La justice américaine nous fournit de tels rapports d'autopsie, commandés par les tribunaux de faillite pour Lehman Brothers ou New Century, après les banqueroutes de 2008, ou pour Enron ou WorldCom, au début de la décennie.

Ces sources nous apprennent un grand nombre de choses sur les mécanismes financiers de la crise et les particularités de chaque entreprise, mais aussi sur un mécanisme important, en jeu tant chez WorldCom ou Enron que dans les banques de la spéculation immobilière : une combinaison de pouvoir presque absolu, d'obsession de la vitesse et de croyance collective qui a empêché presque toutes ces entreprises de se tenir à l'écart de la spéculation.

Il était possible, mais difficile, de se retirer à temps. La commission d'enquête en mentionne quelques exemples et montre l'incompréhension dont ce retrait a fait l'objet dans la profession. Quand le marché est très orienté, à la hausse ou à la baisse, il est très difficile, pour citer La Rochefoucauld, d'être « sage tout seul », de ne pas être fou avec les autres. En 2006, aux États-Unis, boudier ces produits dérivés était contraire à la croyance encore solidement installée en l'expansion de ce marché sur le long terme. Et, de fait, un retrait pouvait s'avérer coûteux, privant ces banques d'une source de profit substantielle, les affaiblissant par rapport à ses concurrentes et les exposant à une OPA (offre publique d'achat) au profit d'une autre banque qui, elle, aurait aussitôt réinvesti massivement dans les dérivés d'immobilier.

Effectivement, les suggestions de retrait furent presque toutes systématiquement rejetées. Contraires à la croyance établie, elles le furent du fait du pouvoir presque absolu que détiennent souvent les présidents d'entreprises florissantes. Le rapport de la commission d'enquête contient de nombreux exemples de directeurs des risques dont les conseils de prudence ont été négligés, les budgets amputés, les effectifs décimés. Cela est vrai des entreprises complètement privées, mais aussi d'entreprises subventionnées par l'État, comme Fannie Mae ou Freddie Mac qui maltrahaient leurs systèmes de prévention dans l'ivresse de la distribution de prêts. Quand Lehman Brothers, en octobre 2007, en dépit d'un endettement déjà considérable, achète pour 5,4 milliards de dollars Archstone, un fonds d'investissement immobilier très endetté, le directeur des risques est tenu en dehors du processus de décision. La commission américaine montre clairement que des banques comme Lehman Brothers ou Citigroup, n'avaient guère les moyens internes de freiner le désir de croissance à tout prix que leurs présidents avaient communiqué à toute l'organisation...

La vitesse est la troisième composante de ce mécanisme fatal. Dans ces entreprises, toujours et sur tout sujet, il faut faire vite et l'emporter sur la concurrence car les marchés n'attendent pas et sanctionnent les entreprises trop lentes à épouser la croyance dominante. Il est banal de remarquer que la vitesse de travail et de réalisation des affaires s'est considérablement accrue en entreprise avec internet et les e-mails qui font entrer dans l'entreprise toutes les agitations extérieures et gênent considérablement la réflexion. Les débuts de l'e-mail coïncidèrent avec l'apogée boursière d'Enron et de WorldCom, dont le directeur financier était célébré pour son aptitude à conclure trois deals en même temps, @ *e-speed*, à la vitesse des électrons de l'internet. Et le rapport de faillite de WorldCom nous a montré ce directeur tout aussi prompt à intimider les employés qui ne validaient pas avec assez de zèle ses innovations comptables. L'e-mail, instrument de vitesse, est aussi un instrument de pouvoir, qui permet de contourner les niveaux intermédiaires pour s'assurer de l'adhésion de l'entreprise à l'emballage collectif.

La combinaison de la croyance, de la vitesse et du pouvoir en entreprise conduit, dans les périodes de hausse boursière, à une sous-estimation du risque. Or, on ne peut pas agir sur le besoin régulier de croyances fortes dans le monde économique, sur la vitesse des transactions, ou sur le désir personnel de gain financier. En revanche, les structures de pouvoir actuelles des entreprises peuvent changer, et elles le doivent, pour équilibrer davantage un pouvoir aujourd'hui tout entier dédié à la recherche d'opportunités de profit rapide.

Ce qui me frappe, à la fois dans les principales théories et dans ce qui s'est écrit sur les réformes nécessaires de la gouvernance d'entreprise, c'est à quel point toutes ces réflexions sont tournées vers l'extérieur de l'entreprise. Ces théories modernes sont largement des codes de bonne conduite pour présidents invités à entretenir des rapports vertueux avec les actionnaires. Une forte attention a ainsi été portée au fonctionnement du conseil d'administration, sorte de sas entre l'intérieur et l'extérieur de l'entreprise : les administrateurs doivent être mieux formés, examiner plus en détail les rémunérations, solliciter davantage l'assemblée des actionnaires. Cependant, ces recommandations, qui resurgissent après chaque crise, ne semblent guère avoir d'efficacité pour prévenir la crise suivante. Les grandes entreprises modernes sont toujours très à leur aise dans la pratique ostentatoire de la bonne gouvernance : Lehman Brothers se targuait encore de bien l'observer dans son rapport annuel de 2007, quelques mois avant sa faillite. C'est pourtant, selon moi, en réformant leurs modes de fonctionnement internes et non les modalités de leurs rapports avec le monde extérieur, que les entreprises feront porter bien moins de risque à elles-mêmes et aux autres.

### **Comment mieux gouverner entreprises et marchés ?**

Comment mieux estimer le risque à l'intérieur de l'entreprise ? En gouvernant les maisons mères sur le modèle des filiales : dans les filiales bien gérées des groupes bien gérés, les présidents n'ont souvent aucune autorité directe sur le contrôle financier et sur la conformité juridique, qui dépendent directement de la maison mère. Le président est en charge du fonctionnement opérationnel de la filiale et de la maximisation de son profit, mais ses modes d'obtention sont contrôlés par des services indépendants. Ma proposition serait de renforcer à la fois l'indépendance et le pouvoir du directeur du risque dans les entreprises. Ce directeur, respectable mais souvent sans grand pouvoir, dépendrait alors directement du conseil d'administration et non plus du président ou d'un autre directeur, financier ou juridique. Son indépendance serait renforcée par son statut. Sous réserve des possibilités du droit local, il ne pourrait être licencié, sauf cas de faute grave, durant une période de cinq ans. Sa rémunération ne serait liée, ni au profit de l'entreprise, ni à son cours de Bourse. Par ailleurs, son pouvoir serait accru et lui conférerait les moyens de sa mission en lui donnant autorité, non seulement sur l'analyse de risque, mais aussi sur l'audit interne et la conformité juridique.

Ce directeur devrait alors pouvoir se prononcer sur toutes les opérations importantes de l'entreprise, ses services établissant les comptes, travaillant avec les auditeurs et vérifiant la conformité juridique des contrats. En cas de désaccord entre ce directeur et le président, le président aurait le dernier mot, mais le désaccord serait porté à la connaissance du conseil avec les deux points de vue opposés. L'objectif serait ainsi de créer une profession nouvelle de directeurs du risque et de la conformité, qui aurait pu, si elle avait existé en 2005, s'opposer plus librement au sein des banques à l'investissement excessif dans les dérivés d'immobilier, ou freiner quelques années plus tôt la vague d'acquisitions coûteuses dans la technologie.

Une entreprise peut-elle créer seule ce type de fonction et adopter un comportement plus prudent ? La sagesse dans le monde des affaires me paraît plus sûre si elle est contrainte, en particulier par la puissance publique. Il s'agirait donc d'imposer aux entreprises cotées d'avoir des directeurs de risque dotés des caractéristiques que je viens de décrire. Comment le faire ? Je propose ici de prendre pour modèle la législation américaine dans la façon dont, à la fois, la loi Sarbanes-Oxley de 2002 et la loi Dodd-Frank ont fait levier de la cotation boursière aux États-Unis pour imposer aux entreprises un certain nombre de réformes. Il est plus facile aux grandes entreprises, aujourd'hui, de contourner la loi d'un territoire que le règlement d'une Bourse. Pour atteindre les entreprises, la loi nationale est importante, mais la loi nationale qui impose un changement dans la réglementation boursière touche un plus grand nombre d'entreprises, tant nationales qu'étrangères. Une convention internationale, soit intergouvernementale, soit entre les Bourses elles-mêmes, pourrait alors être le moyen de réformer le gouvernement des entreprises d'une manière internationalement coordonnée.

## COMMENTAIRE de Laurent TRÉCA

Je ne vois pas de réelle opposition entre mimétisme et marchés efficients. Par définition, ces derniers intègrent toute l'information disponible. Or, pour un opérateur de marché, l'information disponible intègre également le comportement de ses voisins. Le marché est donc efficient à tout moment. Outre ce point de détail, je ferai trois remarques de fond.

La première est qu'un marché financier ne peut fonctionner que s'il y a des opérateurs intéressés au mouvement même du marché, en clair des spéculateurs. Sur le marché pétrolier au comptant, par exemple, ce sont des opérateurs physiques qui interviennent ; mais, sur le marché à terme, ce sont, à la fois, des opérateurs physiques et des opérateurs financiers qui s'échangent des promesses sur des quantités en fonction de prix. L'expérience nous dit que ces opérateurs financiers sont incontournables, alors qu'ils ne sont pourtant là que pour s'interposer entre l'offre et la demande des opérateurs physiques.

En second lieu, je m'interroge sur la notion de croyance, parce qu'en matière d'économie comme de vie des entreprises, tout est affaire de croyances et d'opinions. Quels que soient les marchés, financiers ou non, dès que vous prenez une décision concernant le futur, vous le faites sur cette base. Il n'y a en effet aucune raison pour que des décisions prises par des opérateurs, relativement indépendants les uns des autres, aboutissent, comme par miracle, à ce que ces prévisions se réalisent toutes simultanément. Prenons l'exemple des constructeurs automobiles en Chine : ils ont tous d'énormes programmes d'investissements et prévoient d'y livrer des automobiles en quantité colossales. Il est cependant impossible qu'ils aient tous raison dans leurs prévisions de croissance. Certains se trompent donc mais lesquels ? Là est tout le problème ! Il en va de même dans la plupart des marchés.

Enfin, les marchés financiers sont étroitement connectés avec la macroéconomie. Or, les États-Unis, depuis le début des années 2000, connaissent un déficit extérieur chronique du fait d'un déficit du budget intérieur abyssal. Mais, pour que des capitaux arrivent aux États-Unis, encore faut-il que quelqu'un porte cette dette. Dans les années 2005, c'est le marché immobilier que les Américains ont utilisé à cette fin, générant la crise des *subprimes*. La cause principale de cette déroute a donc été, assurément, le comportement irresponsable de la part des acteurs, mais également, de façon sous-jacente, cet endettement extérieur. Aussi longtemps qu'il perdurera, le monde sera inévitablement exposé à l'apparition de telles bulles. Aujourd'hui, c'est à l'émergence d'une bulle obligataire que nous assistons mais celle-ci a cependant pour elle l'avantage que les gouvernements ne s'endettent, cette fois-ci, qu'à des taux très bas.

Toujours au plan macroéconomique, la concurrence sans pitié entre New York et Londres pour le titre de capitale financière mondiale pèse également sur l'évolution des marchés et de la structure de l'industrie financière dans ces deux pays. En Angleterre, toutes les banques, sauf HSBC et la Barclays, ont été prises en charge par l'État britannique ou par des tiers. Aux États-Unis, la totalité de l'industrie financière, considérée sous l'angle des banques d'investissement, aurait disparu sans l'intervention directe ou indirecte, via AIG (American International Group), de l'État fédéral.

Dernier point, de loin le plus important : en matière de politique économique, il existe deux instruments, l'un budgétaire, l'autre monétaire. Il est tout à fait clair que l'instrument budgétaire est à bout de souffle pour la simple raison que les gouvernements, partout sur la planète, ne peuvent plus emprunter. Il ne leur reste donc que l'instrument monétaire qui a comme "vertu" principale d'augmenter la quantité de monnaie mise à la disposition des agents. Cela donne du carburant à ces marchés financiers et les rend incontournables. Nous sommes donc entrés dans une phase de politique macroéconomique monétaire qui cherche à suppléer les politiques budgétaires exsangues en émettant une quantité de monnaie considérable. Cela aboutit forcément à des excès.

En clair, il y a toujours un chapeau, et ce chapeau doit tomber sur quelqu'un. De là découlent deux multiplications. La première, au plan macroéconomique, est celle des risques systémiques : face à eux, on cherche à réduire la taille du chapeau. La seconde, au plan microéconomique, est celle de la multiplicité des cibles de ces risques : dans ce cas, on cherche, par le contrôle de conformité, à ce que ce chapeau ne tombe pas sur vous mais sur quelqu'un d'autre.

La sophistication croissante des différents marchés, qui va de pair avec l'interconnexion mondiale, s'est de plus doublée d'un élargissement très net de la notion même de risque. Depuis vingt ans, les banques ont fait un effort considérable pour la comprendre et mettre au point des dispositifs permettant de mesurer le risque, de le gérer et de le contrôler. Ces efforts ont abouti à ce que, chez BNP Paribas par exemple, cinq mille personnes, extrêmement expérimentées, s'occupent désormais de cette question et non plus un directeur des risques isolé comme ce fut le cas par le passé chez Arthur Andersen et d'autres.

Tout cela découle d'un règlement, à mes yeux aussi important pour la France que les lois Sarbanes-Oxley et Dodd-Frank pour les États-Unis : le règlement n°97-02 du 21 février 1997, émis par la Commission bancaire qui dépend de la Banque de France et qui est chargée de la régulation prudentielle. Ce règlement a organisé un programme extrêmement sophistiqué et complet de contrôles de tous les risques et de la conformité, à mettre en œuvre dans toutes les banques, en leur laissant un délai de quelques années pour s'adapter à ses exigences. C'est la poutre maîtresse de l'architecture du contrôle des risques bancaires.

Cela étant, ce que l'on observe dans les banques, c'est une tension très forte entre deux exigences bien différentes. La première est la spécialisation des hommes du risque et de la conformité : quel que soit le domaine de risque, si vous n'avez pas travaillé au moins quinze ans sur le sujet, vous ne pouvez pas être efficace. La seconde est la responsabilisation des managers *on line* : ce sont eux qui font le business en assumant les risques inévitables, et ils doivent donc être responsabilisés en conséquence. Or, il est rigoureusement impossible de dissocier, dans le champ de responsabilité d'un manager, ce qui relève de la prise de risque de ce qui relève de l'exercice normal et quotidien de son activité. La recommandation de François Valérian de faire dépendre le responsable du risque du conseil d'administration et non du président nécessite de préciser s'il envisage une dépendance hiérarchique, ce qui m'interroge, ou une relation directe d'information et d'alerte, ce qui existe déjà mais pourrait sans aucun doute être amélioré.

La réflexion sur les marchés financiers se doit enfin d'inclure une analyse de la connexion entre la finance et le reste de l'économie. Le profit des entreprises financières américaines représentait, il y a une vingtaine d'années, 13 % du profit de toutes les entreprises cotées du pays. En 2008, cette proportion avait doublé. Est-ce la marque d'une contribution importante de ces entreprises à la bonne marche de l'économie américaine ? Chacun est libre de sa réponse. On n'insistera donc jamais assez sur la connexion fondamentale entre finance et politique macroéconomique. Nous sommes au cœur de ce questionnement depuis des années, il s'est intensifié depuis peu et je crains que nous n'en sortions pas avant longtemps. La réflexion sur cette connexion est donc ardemment souhaitable.

## COMMENTAIRE de Dominique JACQUET

Cette crise a, pour moi, été l'aboutissement de trois lames de fond qui ont démarré il y a environ trente ans. En cela, elle diffère des précédentes : certes, il y a eu des croyances mais, et c'est là un des points frappants du livre de François Valérian, tout le monde a fait son job, au bon moment et sans qu'il y ait eu la moindre passion : le banquier qui émettait des prêts savait qu'il ne serait pas tout à fait remboursé, celui qui obtenait le prêt savait qu'il ne le rembourserait jamais totalement, celui qui "titrisait" connaissait les risques, etc., et un mouvement systémique s'est ainsi mis en œuvre.

La première lame de fond s'appelle le *market for corporate control*. Elle a débuté dans les années 1980, aux États-Unis, et elle marque la prise de contrôle de l'économie réelle par l'économie financière. Dans les années 1970, se sont créés dans ce pays un certain nombre de conglomerats industriels dont la logique industrielle n'était pas évidente et dont les équipes dirigeantes étaient davantage mues par leur égo que par la création de valeur actionnariale. En 1976, Michael C. Jensen et William H. Mecklin<sup>1</sup>, les académiques promoteurs de la théorie de l'agence, ont expliqué qu'il fallait rendre le pouvoir aux actionnaires, ce que l'on a fait à partir des années 1980 en déréglementant à tout va.

Dès lors, les marchés financiers se sont vu attribuer une mission : celle de punir les mauvais dirigeants. Le cours d'une société mal gérée s'effondrant en Bourse, des gens qui ont désormais les moyens juridiques, boursiers et financiers de le faire, en prennent le contrôle, expulsent l'équipe dirigeante et la remplacent par une autre, plus efficace, qui créera de la valeur actionnariale. A priori, l'idée n'est pas mauvaise. Elle a cependant été véhiculée par un certain nombre de personnes dont la moralité n'était pas insoupçonnable tels Mickael R. Milken<sup>2</sup> et la banque Drexel Burnham Lambert<sup>3</sup>. Le marché des *junk bonds*, les *Leverage Buy Out* (LBO), les acquisitions hostiles dont l'objectif était de faire de l'argent rapidement ont immédiatement suivi. Et, depuis lors, les dirigeants ont le regard rivé en permanence sur leur cours de Bourse.

Faire entrer le marché dans la vie de l'entreprise n'a pas été anodin. Le monde académique, en deuxième lame de fond, a apporté un certain nombre de concepts dans le domaine de l'évaluation des investissements : la valeur actionnariale, le coût du capital, la valeur actuelle nette, le taux interne de rentabilité, etc. Or, la chose la plus importante que fait l'entreprise pour se créer un futur, c'est d'investir. Aujourd'hui, elle décide de ses investissements en actualisant les flux de fonds générés par ces investissements au coût moyen pondéré du capital et en comparant le taux interne de rentabilité, c'est-à-dire la rentabilité intrinsèque de l'investissement, avec son coût de financement.

Mais comment calcule-t-on le coût du capital et comment évalue-t-on le taux interne de rentabilité ? Ce dernier a pour but de remplir la promesse que l'on a faite à son actionnaire et à son banquier. La première chose à faire est donc de payer ses frais financiers et de rembourser sa dette en temps et en heure. Il faut ensuite rémunérer l'actionnaire. Là intervient le modèle d'évaluation des actifs financiers. Pour calculer la prime de risque, on multiplie une moyenne de primes de risque historiques par un coefficient qui explique si vous êtes plus ou

---

<sup>1</sup> Michael Cole Jensen (Harvard business school) et William H. Mecklin (University of Rochester) : "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure", (*Journal of financial economics*, 1976).

<sup>2</sup> Michael Robert Milken est un banquier et homme d'affaires américain devenu célèbre au moment de la Crise des Savings and Loan. Une enquête pour délit d'initié amena à sa mise en examen pour 98 chefs d'inculpation de fraude en 1989.

<sup>3</sup> Durant les années 1980, Drexel Burnham Lambert connut un fort développement grâce à des innovations financières et managériales, la firme s'étant spécialisée dans le financement des fusions-acquisitions hostiles par dette à haut rendement.

moins à risque que la moyenne. Cela a valu, en 1990, à Harry Markowitz, Merton Miller et William Sharpe<sup>4</sup>, le prix Nobel d'économie pour leurs travaux sur la gestion de portefeuille. À cette époque, on commence à voir l'influence de ce nouveau concept qui se traduit par la généralisation de la notion de valeur actuelle nette.

On calcule donc la prime de risque par la différence entre la rentabilité des actions des entreprises cotées et la rentabilité des obligations d'État. Mais si on se projette dans le futur, cela veut dire que la valeur actuelle nette moyenne de vos investissements est égale à zéro. Et quand on dit que le coût moyen pondéré du capital est un coût d'opportunité, on reprend la théorie des marchés efficients : l'investisseur se dit qu'il ne gagnera réellement de l'argent qu'à partir du moment où il gagnera plus que la moyenne qu'il peut espérer. Mais en moyenne, on ne peut pas gagner plus que la moyenne ! La valeur actuelle nette moyenne est donc moyennement égale à zéro. Ce qui pose problème.

Et pensez-vous, alors que vous prévoyez un investissement dans votre entreprise, que les investisseurs sont au courant de ce que vous faites ? Certes non ! L'asymétrie d'information est telle que ce n'est pas possible, parce que cette asymétrie est la source même de la confidentialité et, donc, de la *sustainability* de vos affaires. Il y a donc un problème quand ces modèles rentrent dans l'entreprise : lorsque l'on dit que la valeur actuelle nette doit être positive, cela suppose que l'on doit faire nécessairement mieux que la moyenne, ce qui est une sorte de course à l'échalote permanente, qui compare les uns aux autres.

Bien évidemment, un investisseur est tout à fait incapable de dire si un projet industriel est un bon investissement ou pas. Alors, on s'en remet à des indicateurs macroéconomiques : on mesure la rentabilité du capital, on la compare avec le coût du capital et on regarde si l'entreprise dégage, aujourd'hui et à partir des investissements effectués hier, une rentabilité suffisante pour rémunérer les ressources financières. Le seul problème est, qu'aujourd'hui, vous faites des investissements pour demain. Fondamentalement, comment pouvez-vous raisonnablement estimer la rentabilité à venir sur la base de la rentabilité passée ? Il faut alors faire confiance à des professionnels...

Et c'est là, la troisième lame de fond. Ces professionnels sont des agences de *rating* qui mesurent la qualité de la dette que les entreprises émettent ; ce sont des analystes financiers quand il s'agit de mesurer la qualité des actions émises par les entreprises et ce sont des firmes d'audit qui disent si les comptes de l'entreprise sont sincères et véritables. Ces trois institutions s'appellent des *gatekeepers*. John Coffee a montré<sup>5</sup> que, depuis 1980, il y a eu une volonté constante de réduire la sanction des fautes commises par ces trois institutions. Dès lors que l'évolution du droit allait en ce sens, cela a nécessairement induit des comportements déviants. Combinée avec l'arrivée des marchés à l'intérieur de l'entreprise, cette réduction de la sanction n'a fait qu'augmenter la complexité des choses. Dans le même temps, le monde académique n'apportait de réponse véritablement concluante aux trois questions fondamentales de la politique financière de l'entreprise. Quelle prime de risque doit-on mettre dans le calcul du coût du capital ? Ne pas y répondre montre qu'on ne sait pas calculer le taux d'actualisation, ce qui est inquiétant car c'est avec cela qu'on évalue les investissements. Quelle est la répartition optimale de la dette et des capitaux propres, le *capital structure puzzle*, qui maximise la valeur de la firme ? Et quelle est la politique de dividende et de rachat de l'action, le *dividend puzzle*, qui maximise la valeur de la firme ? En finance, quand on ne sait pas, on dit que c'est un *puzzle*...

En revanche, on a élaboré de très beaux modèles mathématiques qui ont créé une forme d'illusion et donné aux gens le sentiment que, finalement, on maîtrisait complètement le risque. François Valérian a parlé de croyances et c'est tout à fait important. Mais, si les gens

---

<sup>4</sup> Harry Markowitz, Merton Miller et William Sharpe, respectivement professeurs à la *City University of New York*, à l'*University of Chicago Booth School of Business* et à la *Stanford University*.

<sup>5</sup> John Coffee, *Gatekeepers : the Professions and Corporate Governance*, (Oxford University Press, 2006).

achètent les rêves qu'on leur vend, c'est non seulement parce qu'ils croient ce que l'on en dit, mais c'est aussi par ignorance. Que l'on prenne des risques limités sur des produits toxiques, tels ceux de Bernard Madoff, cela se conçoit, mais que l'on mise 100 % de sa fortune au risque de tout perdre, comment cela se peut-il ? C'est ignorer le principe fondamental de la finance qui est de diversifier ses placements et cette ignorance a été entretenue par le fait que les modèles semblaient démontrer que l'on contrôlait tout, ce que le monde académique a laissé croire. Or, le risque n'est qu'une opinion sur le futur, et postuler que le futur ressemblera au passé, quoi qu'il advienne, a permis de se dire qu'il suffirait d'une belle analyse économétrique pour avoir les réponses à toutes les questions.

La théorie de l'efficience et de la distribution normale des rendements boursiers remonte aux débuts du XX<sup>e</sup> siècle. Au même moment, des gens comme Lévy ou Mandelbrot ont émis d'autres théories qui, elles, n'ont pas été entendues. Elles disaient pourtant qu'il existe une queue de distribution plus épaisse que ce que l'on voulait bien croire. La courbe de Gauss, qui est dominante dans la pensée économique orthodoxe, a le bon goût de descendre très vite. Cela autorise donc à penser qu'il n'est nul besoin de mettre trop de capitaux propres pour se préserver : à trois écarts-types, le risque est considéré comme nul. Mais ça ne marche pas et on le sait. Alors, par une sorte de déni ou d'omerta, on se le cache.

Récemment on me demandait quel avait été le cours, durant mes études à l'École nationale des ponts et chaussées, qui m'avait le plus apporté pour ma vie de financier. J'ai expliqué que c'était celui de mécanique des sols. On y calculait le nombre nécessaire de passages d'engins, sur une route en construction, pour s'assurer de sa stabilité. Le modèle mathématique donnait ce nombre, avec trois chiffres après la virgule, ce qui conditionnait une bonne note à l'examen. En pratique, on multipliait ce nombre par  $f=3$ . Dans l'incertitude, pour être sûr que la route tienne, aujourd'hui ou demain, face à un événement exceptionnel, tripler la marge de sécurité, ce n'était pas si mal...

Ma recommandation aux banquiers serait alors : « *Et si les banques multipliaient leurs capitaux propres par  $f=3$ , juste pour que, le cas échéant...* » On courrait alors moins de risques, le *too big to fail* ne poserait plus de problème et les directeurs de risques, notamment à l'intérieur des banques, pourraient exercer leur métier avec davantage de sérénité.

## DÉBAT

**François Valérian :** Le monde de la finance s'interroge de plus en plus, non pas sur sa propre utilité, mais sur l'utilité de certaines de ses activités. Il y a peu, le *Financial Times* a publié une série d'articles sur l'avenir du capitalisme, dont la conclusion était que, n'ayant d'autre alternative que le communisme, il faudrait bien s'en satisfaire... Cette financiarisation globale et cette interconnexion des marchés font courir un vrai risque public. Quand une banque fait faillite, c'est la puissance publique qui paye la note ; il n'en va pas de même pour les autres entreprises. Cependant, la gouvernance publique ne propose guère de solutions. Lors des récents problèmes d'UBS, alors qu'un trader venait de leur faire perdre plusieurs milliards et que le président était démissionnaire, un des dirigeants expliquait benoîtement : « *Ce qui nous arrive, c'est le 11 Septembre, c'est un attentat terroriste !* » alors qu'après la crise de 2008, ils avaient juré que tout était désormais sous contrôle. Ce qui est arrivé à UBS en 2011 est tout le contraire d'une attaque extérieure, c'est une grave déficience interne.

**Un intervenant :** *La responsabilité des États me semble être à la base de tout. La crise des subprimes est la conséquence de la volonté du président des États-Unis et d'Alan Greenspan d'ouvrir les vannes du crédit pour que chaque Américain, pour des raisons électorales évidentes, soit propriétaire de son logement, avec l'idée sous-jacente que ça allait dynamiser l'économie et que l'État en récupérerait plus que sa mise. Alan Greenspan a ainsi créé trente mille milliards de faux dollars, soit mille Madoff et dix mille Kerviel ! Dans notre pays comme dans tous les autres pays développés, cet endettement a fait exploser le coût du travail qui a dérapé de 15 % en dix ans face à l'Allemagne et a détruit notre tissu industriel pour longtemps.*

**Laurent Tréca :** Il est remarquable que les pays où les banques sont les plus désastreuses soient ceux où l'industrie est la plus remarquable. En Allemagne, la Dresner Bank a disparu, la Commerz Bank va très mal et Deutsche Bank a gaspillé ses énormes richesses. Quant au Japon, ses banques sont d'une performance très contestable au strict plan bancaire. Il est intéressant de voir, aux États-Unis, la conjonction, depuis le début des années 2000, de trois phénomènes cumulatifs. Le premier est l'idéologie ultra libérale de laisser faire amorcée sous le mandat de Ronald Reagan. Le deuxième phénomène est un déficit budgétaire qui a explosé au début des années 2000 alors que, dans les années Clinton, il avait plutôt été contenu. Le troisième élément a été la volonté de favoriser à la fois la place financière de New York et le financement du déficit américain en créant des marchés très lâches, très profonds et interconnectés. La simultanéité de ces trois phénomènes est une des causes majeures de la crise des subprimes.

**Int. :** *Comment se fait-il que l'on soit passé à côté de pratiques telles que ces prêts douteux et que personne n'ait rien fait ?*

**F. V. :** Le gain financier justifie tout ! Face à de telles perspectives de profit, soit les gens ne se posent aucune question, soit les rares qui s'en posent n'arrivent pas à se faire entendre. Comment se fait-il que, dans les années 1980, des entreprises sérieuses, mondialement réputées, aient investi à ce point dans des start-up qui n'avaient quasiment rien à proposer et dont les managers étaient d'autant plus appréciés qu'ils étaient inexpérimentés ? Cela est tout à fait incroyable ! Sur ce point, Bernard Madoff est un cas d'école : les documents exposant sa stratégie d'investissement suffisaient à établir la fraude et le raisonnement par lequel cette fraude pouvait être établie avait été communiqué à la *Security and Exchange Commission (SEC)*. Mais il y avait, depuis dix ans, un historique de performance qui a aveuglé tout le monde. On gagnait de l'argent, il fallait donc continuer !

**Dominique Jacquet :** Ce document est arrivé à la SEC et celle-ci a mandaté une équipe pour inspecter Bernard Madoff. Le responsable en était le mari de la nièce de ce dernier ! Belle absence de conflit d'intérêts ! Et en finance, on prend toujours la décision sur la rentabilité et le risque. Mais la rentabilité, c'est aujourd'hui, et le risque, c'est demain... « *Tant que la musique joue, il faut continuer à danser* », disait le patron de Citigroup.

**Int. :** *Il me semble que les financiers, qui ne parlent jamais de krach, sont comme les diplomates, qui ne parlent jamais de guerre : ils ne peuvent prononcer certains mots car, s'ils le font, les choses adviennent. Qu'est-ce qui déclenche la prise de conscience ?*

**L. T. :** En août 2007, BNP Paribas a suspendu certains de ces fonds : cet évènement mineur a, ce jour-là, sonné comme une alerte. Le système était devenu un peu nerveux et, brutalement, quelqu'un dit : « *Le roi est nu !* » La crise asiatique de 1997 a éclaté le lundi où la Bourse de Hong Kong a dévissé de 8 %. Tout le monde s'est alors dit : « *Ça y est ! C'est parti !* »

**Int. :** *N'est-il pas vain de vouloir réguler un système dans lequel le risque systémique ne se révèle qu'au-delà d'un certain seuil de complexité qui échappera de toute façon à la régulation ?*

**F. V. :** Le problème a effectivement changé de nature depuis quelques années. Nous sommes confrontés à une sorte de territoire financier unifié dont la vie propre s'emballe et échappe à la maîtrise des autres acteurs économiques. Face à cette entité, le territoire politique reste extrêmement fragmenté. La recommandation à laquelle je tiens le plus, c'est la nécessité d'une coordination internationale forte. Nous n'assistons qu'à la mise en scène d'une gouvernance mondiale, avec les G8, G20 et autres, alors qu'il faudrait en débattre beaucoup plus largement. Face à cette machine financière globale, qui échappe à ses acteurs eux-mêmes, la réponse politique reste extrêmement fragmentée.

Présentation des orateurs :

Dominique Jacquet : ingénieur civil des Ponts et Chaussées, MBA INSEAD, docteur en sciences de gestion et agrégé des universités ; il est professeur à l'université de Paris-Ouest Nanterre La Défense et à l'École des Ponts ParisTech ; il enseigne également au CEDEP et à l'INSEAD sur les relations entre finance et stratégie d'entreprise, et sur le lien entre performance financière, incertitude, croissance et création de valeur.

Laurent Tréca : ancien élève de l'École polytechnique ; après un passage dans la banque d'affaires de BNP, a été responsable de la stratégie et du développement de BNP, puis de BNP Paribas ; il est depuis quelques années président d'Arval.

François Valérian : historien, ancien banquier d'affaires et associé du cabinet Accenture, auteur de *Crise dans la gouvernance, éthique des affaires et recherche du profit* ; il est *Senior Adviser* de l'organisation non gouvernementale Transparency International à Berlin.

Diffusion juin 2012