

## Complément D

# Les bonus accroissent-ils les risques ?

**Olivier Godechot**

*Centre Maurice Halbwachs, CNRS*

Les nouveaux produits financiers engendrent souvent des phénomènes de bulle : un boom intense est suivi d'un reflux brutal susceptible d'entraîner dans sa chute une partie importante de l'activité financière. La crise des *subprimes* est exemplaire de ce phénomène. La rentabilité apparente des activités de titrisation attire de nombreux investisseurs, qui collectivement sous-estiment les risques et subissent des pertes en chaîne lorsque la remontée des taux entraîne les premiers défauts des emprunteurs particuliers américains. Ce n'est pas le seul épisode de ce genre : les *junk bonds* et l'assurance de portefeuille ont connu dans les années quatre-vingt le même genre de cycle. Ce phénomène n'est certes pas systématique, puisque nombre de nouveaux produits (les options et les *futures* dans les années soixante-dix, les *trackers* aujourd'hui) ont pu s'imposer et même refluer sans provoquer de catastrophes caractérisées. Néanmoins, sans que le lien avec les krachs ne soit mécanique, on considère que l'innovation financière est propice à la sous-estimation collective des risques (Aglietta et Rebérioux, 2004).

Les raisons de cette sous-estimation des risques sont multiples. Le but de ce complément n'est pas d'en faire le tour mais de montrer que le fonctionnement organisationnel des banques et, en particulier, la répartition des rémunérations peuvent nourrir un tel phénomène. Pour étayer cette réflexion, nous nous fondons sur une enquête de terrain portant sur les rémunérations dans l'industrie financière à Paris et à Londres entre 1999 et 2002 (Godechot, 2004 et 2007). Nous décrirons d'abord dans les grandes lignes l'organisation des bonus dans l'industrie financière, puis nous montrerons que les

bonus favorisent dans certaines configurations la prise de risque et que d'autre part ils transforment les conditions de construction des comptes. Enfin, nous verrons que le système des bonus favorise un biais des contrôleurs de risque en faveur des hypothèses court-termistes du *front-office*.

## 1. Les grands traits du système des bonus

La démutualisation des grands *partnership* au cours des années quatre-vingt, la suppression consécutive des incitations de long terme (l'espoir de devenir *partner*) et l'activation du marché du travail ont donné naissance à un mode de rémunération original dans l'industrie financière : les bonus. Ce sont des primes salariales (essentiellement en cash) versées en début d'année en fonction de l'appréciation par le supérieur des résultats passés du salarié et de son importance stratégique pour l'année suivante. Le mode de distribution en germe à la fin des années quatre-vingt dans les grandes banques anglo-saxonnes (Eccles et Crane, 1988) s'est progressivement étendu en France, en s'hybridant avec les modes de rémunération traditionnels en vigueur chez les agents de change (Godechot et Lagneau-Ymonet, 2008).

L'on présente souvent les bonus comme un système de commissions ou de partage mécanique des résultats individuels entre la banque et les salariés de l'industrie financière. C'est inexact. Pour éviter de payer des bonus aux opérateurs qui performent, quand les autres font des pertes, les banques ont eu tendance à faire la chasse aux formules individuelles (du type 10 % des résultats du portefeuille) et celles-ci sont devenues rares même si on peut en trouver dans les *hedge-funds* ou chez les petits *brokers* et société de bourse. La distribution des bonus est généralement discrétionnaire. On alloue à un supérieur un budget en fonction de l'appréciation du résultat de l'équipe et celui-ci alloue à son tour son budget en fonction de l'appréciation de l'importance de ses subordonnés. Les taux de bonus sur P&L ou sur *sales credit* de 8 ou 10 % évoqués par certains traders et vendeurs ne sont en général que des moyennes qui guident la distribution lorsque les résultats sont suffisamment récurrents pour le permettre.

Des formules sont certes de plus en plus utilisées, mais à un niveau agrégé, pour régler et automatiser l'épineuse question de la constitution des budgets de bonus. Ainsi, dans la plupart des grandes banques, à la fin des années quatre-vingt-dix, le budget de bonus est calculé avec une « formule » en fonction des résultats d'une « ligne métier », c'est-à-dire d'un centre d'activité, le plus souvent mondial, gérant des produits relativement homogènes. Ces lignes métiers qui peuvent compter plus de deux cents opérateurs financiers sont l'unité de comptabilisation des résultats. Dans un contexte économique marqué à la fois par des risques financiers importants dont les dirigeants des banques commencent à prendre la mesure (avec par exemple l'effondrement de la Barings), par la montée en puissance des discours sur

la valeur actionnariale (Lordon, 2000), et un fort pouvoir de négociation des salariés de ce secteur, salariés et entrepreneurs ont réussi à s'entendre pour que les bonus ne soient prélevés que sur la « valeur créée ». Cette pétition de principe ouvre de nombreuses questions sur la nature et la manière de déterminer la valeur créée ou le profit. Ainsi, rapporte un ancien chef de salle, « les banques ont affiché des objectifs (de retour sur fonds propres) de 10 %, 15 %... Dès que ces objectifs ont été matérialisés au niveau de la banque, il y a des secteurs, les traders, mais pas seulement... mais aussi tout le département *merger-acquisition* (fusions-acquisitions) et, dans une moindre mesure, l'*asset management* (la gestion d'actifs), qui ont dit : 'Attendez, mais nous on fait des résultats qui sont bien supérieurs à 15 % de rentabilité !' ». Dans l'encadré suivant, le taux de bonus est appliqué à une notion de « profit net », qui se rapproche de la valeur créée. On part du produit net bancaire et l'on déduit un certain nombre de coûts : les frais généraux, les frais de structure, les provisions pour risques et le coût des fonds propres, c'est-à-dire la rémunération au titre du risque et de l'intérêt de la part des fonds propres que la banque estime consacrée à l'activité. Si ce profit est positif alors l'application du taux alimente l'enveloppe de bonus.

**Exemple de formule utilisée pour le calcul de l'assiette à laquelle est appliqué un taux pour déterminer l'enveloppe de bonus**

Produit net bancaire (équivalent bancaire du chiffre d'affaires)

- Frais généraux (directs et dédiés)
- Frais de structure (forfaitaires)
- Provisions pour les risques (contreparties, pays)
- Coût des fonds propres

---

= Profit net (profit avant bonus et avant impôt)

x Taux de bonus

---

= Enveloppe de bonus

Le taux de bonus n'est pas immuable. Il est renégociable chaque année, en début d'année (mars-avril) pour un bonus qui va être distribué en février de l'année suivante. Sa négociabilité à une échelle décentralisée permet une forte hétérogénéité et l'adaptation de la règle à des rapports de force locaux entre les lignes de métier et la direction de la banque. Le taux varie très fortement en fonction des lignes de métier. Il peut descendre à 5 % pour la trésorerie, et monter jusqu'à plus de 30 %, voire 35 % pour les dérivés,

en particulier les dérivés actions. Le change, l'obligataire et les matières premières occupent en revanche une situation intermédiaire. D'après un chef de salle : « là on arrive à un point contestable qui est de dire qu'il est plus difficile de faire de l'argent dans certaines activités de marché que dans d'autres, parce que c'est plus dangereux, parce que c'est plus technique, parce qu'il y a plus de volatilité, parce qu'il y a moins de clientèle, ou au contraire parce qu'il y a plus de clientèle, etc. ».

Toute l'enveloppe n'est bien sûr pas distribuée aux traders et aux vendeurs. Une partie importante sert à rémunérer les chefs d'équipe et de salles (qui concentrent les bonus les plus élevés). Une partie alimente les enveloppes des supports, en particulier les budgets du *back-office*, du *middle-office*, et même dans certaines configuration le contrôle des risques, et des niveaux hiérarchiques supérieurs du département de marché, une autre est redistribuée dans d'autres départements, une partie (10-15 %) est provisionnée pour alimenter les budgets de bonus des années suivantes en cas de coup dur. Enfin, une part peut servir pour subventionner les activités en période de lancement qui sont encore déficitaires ou insuffisamment bénéficiaires.

Les bonus sont très inégalement répartis d'un département à l'autre et à l'intérieur d'un département. Donnons quelques aperçus de la distribution des salaires dans le département de marché d'une banque universelle en 1998 (Godechot, 2007). Les traders et les vendeurs dominant de loin la hiérarchie des rémunérations avec 376 000 euros en moyenne pour les premiers et 352 000 pour les seconds. Ils distancent ainsi nettement les ingénieurs marchés financiers (217 000), alors même que ces derniers sont souvent plus diplômés. Un cran en dessous, autour de 130 000 euros, on rencontre les analystes financiers. Un cran encore plus bas, autour de 80 000 euros, on trouve les métiers du financement et la plupart des métiers des supports – informatique, *back-office*, contrôle des risques. L'essentiel des différences de rémunération est dû aux différences de bonus entre les différents métiers. Le bonus moyen des traders et des vendeurs est quatre fois le fixe moyen. Ce ratio tombe à 2,5 pour les ingénieurs financiers, il passe à 0,8 pour les analystes et descend régulièrement en fonction de la hiérarchie des rémunérations totales pour atteindre 0,34 pour les contrôleurs des risques.

Ces différences ne dépendent que faiblement des différences de capital humain. On trouve en effet dans certains métiers, comme le contrôle des risques ou l'ingénierie financière une très forte concentration de diplômés de grandes écoles d'ingénieur, parfois même plus importante que chez les traders ou les vendeurs. Selon notre interprétation (Godechot, 2006 et 2007), les différences de rémunération sont essentiellement dues d'une part aux capacités différentes à transporter l'activité financière dans une autre entreprise et d'autre part à la rentabilité de l'activité financière transportée. Les métiers où l'on ne peut transporter ailleurs l'activité collective reçoivent des bonus beaucoup plus faibles.

## 2. Bonus et prise de risque

La structure des bonus a des effets très incitatifs. C'est en partie une de ses finalités. Les cadres des ressources humaines assignent souvent deux buts au bonus, retenir les salariés de la finance de partir à la concurrence et les inciter à faire du profit. Ces déclarations de principe ne signifient pas pour autant que ces rémunérations soient des incitations *optimales* au sens de la théorie principal agent (Laffont, 1991). Elles en diffèrent tant par leur structure – très corrélée à la conjoncture observable – et par leur coût très élevé (Godechot, 2004 et 2007). Il n'en demeure pas moins qu'elles poussent à maximiser sinon le profit lui-même, du moins son indicateur comptable. Pour les opérateurs financiers, prendre des risques peut être un des moyens de maximiser les bonus.

Les bonus sont en effet très différents des incitations classiques linéaires habituellement conceptualisées par la pensée économique (Holmsrom et Milgrom, 1987). Ceux-ci ne se déclenchent qu'au-dessus d'un certain seuil de revenu. En dessous, ils sont nuls. On ne fait pas participer les salariés aux pertes. Les bonus sont donc similaires à des options attribuées gratuitement aux salariés (Ahn et al., 2000). Proposer à un trader, implicitement ou explicitement, un bonus du type 10 % du P&L (profit du portefeuille) peut être analysé comme l'attribution d'une option gratuite d'une maturité d'un an au prix d'exercice défini par le cours du jour (attribution d'une option à la monnaie) et portant sur un montant de 10 % du portefeuille.

On peut déduire de ce type d'analyse plusieurs conséquences. Tout d'abord, comme toute option, la valeur de celle-ci croît avec le risque du sous-jacent. Plus les produits du portefeuille sont volatiles plus la valeur de l'option est élevée. Pour maximiser la valeur de leur option, les traders sont donc plutôt incités à prendre les positions les plus risquées possibles. Les systèmes de contrôle des risques limitent bien sûr la prise de risque finale. Le licenciement immédiat en cas de perte importante, notent Ahn et al. (2000), peut en partie réduire cette menace pour la banque.

Toutefois, les indicateurs de suivi des risques ne sont pas parfaits, et il semblerait qu'il soit possible à des traders d'exploiter leur déféctuosité pour prendre plus de risque que ne le souhaiterait la banque. Dans certains cas, l'indicateur de suivi comme la *value-at-risk* (*VaR*) ne peut être calculé qu'une fois par jour. Il est alors possible de conclure des transactions équilibrées à l'intérieur d'une journée, des « allers-retours » dont le risque n'est pas pris en compte par la *VaR* et de réduire ainsi le risque pris. Ce phénomène touche plus particulièrement les produits les plus compliqués et les moins standards, ceux pour lesquels une mesure instantanée du risque est la plus difficile et donc *a fortiori* la plupart des nouveaux produits financiers.

Deuxième élément, avec une rémunération qui fonctionne comme une option, l'incitation à faire du profit et à éviter les pertes n'est pas uniforme. Elle varie très sensiblement en fonction des résultats et de la proximité avec

la fin d'année. Si la valeur du portefeuille devient négative en cours d'année, cela peut contribuer à déformer la structure des incitations pour les opérateurs financiers. Ils ne sont plus incités à diminuer graduellement la perte ou à en éviter une plus grande encore. Passer de - 1 000 à - 800 n'est pas tellement valorisé. Ils peuvent être incités soit à « lever le pied », c'est-à-dire ne plus rien faire en considérant que « c'est fichu » pour l'année en cours, soit au contraire à prendre de très grands risques pour revenir dans la zone positive et passer en quelques coups de - 1 000 à + 1 000. Cette incitation à prendre des risques sera d'autant plus forte que les pertes surviennent tard dans l'année. Au contraire quand les résultats sont bons, on assiste souvent à une baisse de la prise de risque en fin d'année pour éviter d'amputer les bonus qui s'annoncent prometteurs.

L'augmentation de la prise de risque peut se faire aussi sous des formes plus opportunistes, voire illégales. Certains opérateurs, dit-on, maximisent leurs gains en prenant beaucoup de risques. Ils touchent les bonus de leur prise de risque les années où les résultats sont positifs dans l'institution financière qui les emploie. Au contraire lorsqu'ils commencent à accumuler des pertes, ils en profiteraient pour changer d'entreprise, et le feraient en plus en se prévalant des résultats positifs des années passées.

La non-linéarité de la formule de bonus peut aussi pousser en cas de perte à prendre des risques en transgressant les règles de contrôles et en maquillant les résultats pour « se refaire ». Le maquillage des comptes de la Barings (Leeson, 1996), les pertes de *trading* de Calyon lors de l'été 2007 relèvent ainsi de cette logique.

### 3. Le bonus et la transformation de la représentation comptable

L'effet direct des bonus sur la prise de risque des opérateurs financiers est parfois spectaculaire mais ne doit pas masquer l'élément le plus important : les bonus contribuent à transformer l'objet de la représentation comptable de l'entreprise. Le poids des budgets de bonus, supérieurs dans la banque de marché à la fin des années quatre-vingt-dix aux volumes dévolus au paiement des salaires fixes, contribue à transformer substantiellement la conduite de l'activité de gestion de la banque de marché. D'un point de vue organisationnel, la distribution des bonus dure toute l'année : au printemps, renégociation de la formule de bonus des lignes de métier et envoi des salaires versés à un cabinet de conseil en rémunérations, lequel rend en retour un positionnement des salaires versés par rapport à ceux de la concurrence, à l'été, construction des premiers scénarii de budget en fonction des résultats, à l'automne remontée des exigences des équipes et ventilation des budgets, pendant l'hiver évaluation individuelle et distribution. Pour simplifier et pacifier ce processus, les banques ont cherché à multiplier les formules au niveau collectif qui règlent de manière automatique la

taille des grandes enveloppes de bonus. Toutefois à régler la question à un bout de la chaîne de distribution, on risque de l'ouvrir à l'autre bout, à savoir, la détermination du montant sur lequel le taux de bonus s'applique. Toute technique de mesure des portefeuilles, toute facturation des charges, toute allocation de fonds propres sont susceptibles d'augmenter ou de diminuer le résultat comptable et partant le volume du bonus alloué à une équipe, un *desk*, un département, une ligne de métier. Les acteurs pris dans des logiques conflictuelles et concurrentielles pour essayer d'améliorer la part du bonus qui leur est finalement allouée, sont en aussi en concurrence pour définir la réalité comptable de l'entreprise.

L'activité du compte en général – représentation comptable des résultats, contrôle de gestion, allocation de budgets – change alors dans ce contexte de signification. La tradition académique comptable, enseignant un art plus normatif que positif, insiste sur le fait que la comptabilisation des activités est (ou doit être) une « image fidèle » (*a true and fair view*). L'idéal comptable est la mise en place d'un enregistrement comptable neutre, qui n'interfère pas avec l'activité qu'elle mesure (Capron, 1993). Toutefois, des courants académiques, à la frontière entre la comptabilité et les sciences sociales, ont remis en cause cette vision irénique. S'inspirant de Foucault et de Latour, l'école des « anglo-foucaldiens » considère que la comptabilité est avant tout une technique de gouvernement (Vollmer, 2003). Elle institue la réalité bien plus qu'elle ne la représente. Elle cherche à rendre l'homme calculable et à l'obliger à calculer. Elle est alors une technologie d'incitation. Mais dans le cas du bonus, il y a plus, les indicateurs sont aussi des instruments de représentation des contributions de chacun et de partage de la « valeur créée » (Bougen, 1994).

Notre approche consiste à tirer ici les conclusions de la multifonctionnalité des indicateurs comptables dans l'entreprise. Les productions comptables servent à la fois à *informer*, à *inciter* et à *partager*. La première fonction est celle classique de représentation de l'activité économique, la seconde correspond à la fois à la conception de l'information comptable par l'économie néoclassique (Milgrom et Roberts, 1997) mais aussi à certaines présentations de l'école « anglo-foucaldienne ». La troisième fonction renvoie à une vision de l'entreprise comme un champ (Bourdieu, 2000), où différents groupes sont en concurrence pour partager les profits, les salaires, les budgets, la valeur, le prestige, etc. Comme l'information est produite par des groupes à la fois juges et parties, il est possible que l'une des fonctions prenne le pas sur une autre. Ainsi, dans une étude classique, Hopwood (1972) montre que l'utilisation d'indicateurs budgétaires pour évaluer les managers produit des tensions récurrentes et des manipulations de données. Nous ne pouvons plus dès lors séparer strictement la production de mesures (la comptabilité analytique) et les décisions organisationnelles, en particulier, l'allocation de ressources (comme l'allocation de budgets de bonus). Ces deux moments, la mesure et la décision, que l'analyse organisationnelle classique considère comme distincts font en fait partie du même processus. Les groupes de l'entreprise sont en compé-

tition pour influencer la décision finale. Ils peuvent le faire en cherchant à influencer la mesure comme la décision. Les deux moments sont liés comme des vases communicants. La clôture de la discussion lors de l'une des étapes (par exemple lors de la définition des formules de bonus) conduit à ouvrir les discussions au sujet des autres étapes.

Si certains débats concernent potentiellement tous les produits financiers, comme l'affectation des coûts de structure, d'autres particulièrement vifs touchent les nouveaux produits financiers. L'évaluation de la valeur des portefeuilles et l'évaluation du risque nécessaire au calcul du coût des « fonds propres » sont d'autant plus houleux, que les produits sont peu standards et qu'un consensus sur les normes d'évaluation des prix et des risques des produits ne s'est pas encore imposé (comme celui sur la *VaR*). Comme le dit un directeur général : « On se bat sur le *smile* ! (Le *smile*, vous savez, c'est les volatilités qui remontent quand justement on s'écarte de la loi normale sur les fréquences faibles). Donc on se bat vraiment sur les méthodes de calcul de la *VaR* et sur la consommation des fonds propres ». C'est lorsque les procédures sont les moins stabilisées que les « activités d'influence » (Milgrom, 1988 et Milgrom et Roberts, 1990) pour établir les comptes et la mesure des risques sont maximales. Même s'ils sont dispendieux et souvent improductifs, ces coûts d'influence sont des phénomènes économiques contre lesquels il est difficile de se protéger car l'activité d'influence est difficilement séparable de l'activité de transmission d'information<sup>(\*)</sup>. Pour prendre la mesure de tels phénomènes, examinons un exemple de débat très vif (du fait des bonus) sur la valeur comptable d'un portefeuille de produits sophistiqués.

Établir le *produit net bancaire* suppose en effet de pouvoir évaluer les portefeuilles de titres détenus par la banque. Ce problème comptable peut se rapprocher du problème classique de l'évaluation des stocks, pour lesquels différentes solutions existent : coût historique, valeur de remplacement, etc. La solution retenue sur les marchés financiers est d'évaluer les actifs, ni au prix d'achat (respectivement de vente) passé, ni au prix de revente (respectivement de rachat) escompté dans le futur mais en « *mark-to-market* », c'est-à-dire au prix de marché à l'instant *t*. Cette solution n'est légitime et acceptée que tant que les opérateurs financiers sont sur de « véritables marchés », c'est-à-dire des marchés où règne un degré suffisant de concurrence. Pour des produits peu liquides, en particulier les produits dérivés les plus complexes, le marché perd sa faculté à dire le juste prix des actifs : d'une part la différence entre le prix à l'achat et le prix à la vente est beaucoup plus importante, d'autre part les opérateurs financiers en charge du produit sont souvent les seuls acteurs de ce marché. Dans de tels cas, l'évaluation du prix du portefeuille est plus délicate et donne lieu à des discussions parfois houleuses.

(\*) Milgrom et Roberts considèrent que lorsque les possibilités d'influencer les supérieurs sont très importantes, il est rationnel d'avoir une hiérarchie des rémunérations plus tassée pour limiter l'incitation aux activités d'influence. La finance, avec ses inégalités très élevées, n'en prend pas le chemin.



Un chef de *back-office* d'une grande banque nous a décrit ainsi les vifs débats entourant l'évaluation de la volatilité de produits sophistiqués : « Le gros débat sur les options, c'est vol' (volatilité) implicite, vol' historique. Les traders ont tendance à travailler plutôt en vol' implicite, et nous on disait : 'Écoutez, la vol' implicite sur un prix que vous êtes le seul à donner, pour nous, ça ne vaut rien ! On va prendre l'historique sur le marché !'. Eux disaient, non sans raison : 'La vol' historique, sur un an, ça ne veut rien dire ! Vous sous-estimez les période récentes' ». Le conflit technique n'en est pas moins « violent » aux dires du chef de *back-office* : « Il y a eu d'énormes débats. (...) Le *front* a dit : 'On ne peut plus travailler ! Si c'est comme ça, on démissionne !' (...). C'est violent comme discussion ». L'enjeu n'est pas seulement la légitimité respective des deux méthodes d'évaluation et des deux départements qui les promeuvent mais aussi la valeur du portefeuille lui-même et partant son incidence sur les bonus : « Sur les actions, on pouvait avoir des écarts de plusieurs dizaines de millions de francs. Quand vous connaissez les formules d'intéressement des traders... ça fait beaucoup... Sur cinquante millions, ça en fait 15... Et sur les 15, une partie non négligeable pour le patron lui même ». Dans ce débat, le *front* cherche à disqualifier le savoir du chef des fonctions supports. Il réussit à imposer auprès de la direction des marchés le fait que le chef de *back-office* « n'y connaît rien aux actions » – ce dernier a dirigé plusieurs années avant une petite salle taux d'une banque parapublique. Pour s'imposer, le chef des fonctions supports est obligé d'une part de faire certifier sa méthode par un « organisme indépendant » et faire d'autre part les concessions minimales à la conception économique des prix qui court au *front* (« on a pris des modèles un petit peu GARCH, où on faisait des moyennes historiques en sur-pondérant les périodes récentes ce qui nous permettait en période de crise, si la crise arrivait le 15 décembre, de sur-pondérer un petit peu les vols du mois de décembre ») ainsi que des concessions à la logique de la rémunération du *front* : « L'argument qu'on avait vis-à-vis du *front* était de dire : si vous avez raison, de toutes les façons, ça se verra l'année d'après ».

Ces débats sur la valeur des choses, des portefeuilles, des titres, des unités, sont en fait récurrents, qu'ils opposent *front-office* et contrôle des risques, ou différents *desks* du *front-office*. Ils sont particulièrement vifs pour tous les nouveaux produits et se sédimentent ensuite en une procédure bureaucratique automatisable qui cristallise le rapport de force en lui ôtant toute conflictualité apparente.

#### 4. Le biais structurel du contrôle des risques en faveur du *front-office*

On pourrait imaginer que l'affrontement entre les différents départements pour construire la réalité comptable de l'entreprise permette à la banque de produire une vision équilibrée de ses avoirs et de ses risques. Même si on ne doit se garder de tout catastrophisme, il faut bien constater un

déséquilibre structurel de la procédure d'estimation des risques en faveur des intérêts du *front-office*. Ce biais découle à la fois de la structure du pouvoir au sein de la banque du marché et de la politique de rémunération. Il se manifeste de trois façons : différentiel de légitimité préjudiciable à l'autorité des supports, polarisation de la mobilité professionnelle vers le *front-office* et structure des enveloppes de bonus incitant à donner raison au *front-office*.

Les discussions autour de la représentation comptable de l'entreprise se déroulent en effet dans un cadre très hiérarchisé. La division du monde entre les « centres de profit » (le *front*) et les « centres de coûts » (les *supports*) est extrêmement prégnante. Les premiers sont vus comme les seuls à apporter de l'argent, et les seconds, chargés justement de la comptabilisation des transactions et de l'évaluation du risque, sont vus comme des personnes nécessaires mais qui ne peuvent pas grand-chose au profit. La proximité au profit fait la noblesse et *ipso facto* les salariés des supports sont subordonnés à ceux du *front* et doivent œuvrer à minimiser les coûts pour ne pas empiéter sur *leurs* profits.

Ce différentiel de légitimité se traduit à la fois lors des réunions comptables, ou de contrôle des risques par l'adoption préférentielle des hypothèses de valorisation du *front-office* (comme le montre la difficulté du chef de *back-office* à imposer son point de vue), mais aussi lors des interactions quotidiennes entre les opérateurs du *front-office* et ceux du *back-office*. Ces derniers doivent en effet poser des questions au *front-office* lorsque des anomalies apparaissent. Les traders et les vendeurs, un peu plus diplômés, certes, et surtout plus valorisés par la structure, sont facilement condescendants à l'égard de salariés du *back-office* souvent maintenus de par la division poussée du travail d'enregistrement des transactions dans des formes d'ignorance (le sens d'une transaction complexe, décomposée en de multiples flux financiers leur échappe). Généralement, lorsque les techniciens du *back* demandent des explications aux traders et aux vendeurs du *front*, on les toise un peu, on moque leur absence de compréhension des transactions, on les admoneste et on reporte facilement sur eux la pression du marché. On trouve trace de cette relation très hiérarchisée entre *back-office* et *front-office* dans l'enquête qui a suivi les pertes de Jérôme Kerviel à la Société générale : « Agent 3 lui demande des explications sur ses positions, elle obtient la réponse : « ça matérialise des *give up* de *futs* (des annulations de futures) faits tardivement, je dois de l'argent à la contrepartie. On va le *rebooker asap* (réévaluer la position dans le portefeuille aussi vite que possible) ». Elle a avoué en entretien n'avoir pas compris l'explication »<sup>(2)</sup>.

La non-détection d'une fraude considérable et la sous-estimation des risques dans l'activité des *subprimes* prennent place dans un contexte où les relations entre le *front-office* et le *back-office* sont fortement hiérarchi-

(2) Société générale (2008) : *Mission GREEN*, Rapport de synthèse, Conclusions intermédiaires au 20 février 2008, p. 10.

sées et autorisent les premiers à être facilement cavaliers avec les seconds. Dans certains cas, cette hiérarchisation peut pousser à des formes de retrait des membres du *back-office* qui se contentent de faire le minimum requis pour ne pas entrer dans des relations désagréables avec le *front-office*.

Relativement déconsidérés, les salariés des supports peuvent entériner les hypothèses de valorisation du *front*, non seulement pour éviter les désagréments d'une dispute où ils occupent une position défavorable, mais aussi parce qu'un certain nombre d'entre eux ont l'espoir de rejoindre le *front-office*, en particulier les salariés du *middle-office*, qui leur sont proches physiquement et ceux du contrôle des risques, qui leur sont proches scolairement et socialement. Ces derniers, des jeunes très diplômés, ont souvent fait des études de mathématiques financières pour pouvoir apprécier les risques des produits avec les procédures adéquates. De formation équivalente ou supérieure aux traders, ils ont souvent des rémunérations deux fois inférieures à des opérateurs financiers juniors et dix fois inférieures à des opérateurs financiers seniors. Un tel différentiel de rémunération incite très fortement les salariés du contrôle des risques à devenir trader. Certains voient d'ailleurs leur passage au contrôle des risques comme un moyen d'acquérir une compétence technique qu'ils mettront en œuvre une fois qu'ils auront rejoint le *front-office*. En même temps, le passage du contrôle des risques au *front-office* dépend d'un processus de recrutement interne par cooptation, où les membres du *front-office* détiennent en fait l'essentiel du pouvoir de recrutement. Cette polarisation de la structure autour du *front-office* incite donc les salariés du contrôle des risques à ne pas être trop critique à l'égard des personnes dont ils aimeraient bien qu'elles deviennent leurs futurs employeurs. La dépendance à l'égard du *front* est plus grande encore pour les métiers un peu moins techniques comme les cadres chargés de *middle-office*, dans la mesure où le passage au *front* dépend plus directement encore des opérateurs financiers auxquels ils sont exclusivement dédiés pour enregistrer et contrôler leur transaction. L'espoir de passer de l'autre côté de la barrière magique qui sépare le *front-office* des services de support ne donne pas l'envie aux contrôleurs de se fâcher avec ceux qu'ils contrôlent.

Troisième facteur qui biaise la structure bancaire en faveur des hypothèses prudentielles retenues par le *front-office* : la logique de distribution des enveloppes de bonus pour les fonctions supports et la direction des marchés. Les tensions provoquées par les différentiels de rémunération ont conduit les banques à distribuer des bonus aux salariés des fonctions supports. Ceux-ci (de 40 à 100 % du salaire fixe) restent modestes quand on les compare à ceux versés au sein du *front-office*, mais ils permettent d'obtenir des rémunérations sensiblement supérieures à celles qui ont cours dans la banque de réseau. Le problème pour les banques est alors de trouver des indicateurs pour calibrer les enveloppes de bonus. Alors que s'imposent dans les « centres de profit » des indicateurs de « performance » simples (au prix d'une savante comptabilité) comme le PNB ou le RBE sur lesquels étalon-

ner les budgets de bonus, il est beaucoup plus difficile d'assigner des éléments d'évaluation quantifiable dans les « centres de coûts »<sup>(3)</sup>. Le respect des budgets de dépense (investissement, coûts salariaux, etc.) ou la diminution des coûts sont parfois des éléments d'évaluation retenus (Mottis et Ponsard, 2000, pp. 78-80), mais ils sont fondamentalement ambigus : tout dépend de l'adéquation entre les budgets prévus et l'activité. Quand ils sont sous-calibrés, il est souvent bien plus efficace (du point de vue entrepreneurial) de ne pas les respecter ! « Quand le budget était dépassé parce qu'en cours d'année l'activité avait explosé, est-ce que je pouvais leur en vouloir ? », s'interroge un chef de *back-office* lorsqu'il doit évaluer les chefs d'équipes qui lui sont subordonnés. De même, la réduction du budget (réduction des coûts) ne sera pas forcément mise au crédit de l'unité des supports. Elle fait en quelque sorte partie de l'activité normale et permanente des fonctions supports et ne trouve pas facilement sa récompense.

La solution la plus pratique retenue par les banques au début des années 2000 était d'indexer les budgets de bonus des fonctions supports et l'enveloppe de la direction des marchés, sur les budgets de bonus obtenus par le *front-office*.

Le chef de *back-office* d'une grande banque française explique ainsi : « Il y a deux façons de voir les bonus sur les fonctions supports. La première, c'est de dire : 'on leur donne un bonus indépendamment du résultat de la salle'. Ce qui est une politique qui peut se concevoir, après tout. Les fonctions de support, c'est de l'informatique, c'est du *back-office*, c'est de la compta' : qu'un *trader* fasse un bon *deal* ou un mauvais *deal*, il y a autant de travail. Donc à la limite, on doit juger quelqu'un sur la qualité de son *back-office*, et ça n'a rien à voir avec les résultats de la salle. De facto, si on faisait ça, ce qui intellectuellement n'est pas idiot, ça veut dire qu'on désolidarise complètement les fonctions de support, du *front*. Moi, je ne suis pas partisan de cette méthode-là. Deuxième idée, c'est de dire, les fonctions de support vont avoir un pourcentage du résultat global. Et c'est *de facto* ce que j'ai obtenu et je l'ai fait valider par la direction avec une guideline où le bonus des fonctions de support, est un pourcentage du bonus des marchés ».

L'enveloppe de la direction des marchés (qui alimente outre les bonus de la direction, les budgets de bonus des fonctions supports – *back*, *middle*, comptabilité, informatique, ressources humaines et même dans certains cas contrôle des risques –) est souvent alimentée par une fraction, un pourcentage, des budgets de bonus des *fronts* : de l'ordre de 5 à 15 %. Plus le *front* gagne de l'argent, plus la direction et les fonctions supports en gagnent aussi.

Plusieurs raisons peuvent favoriser l'adoption de cette solution. Elle est pratique et simple. Elle évite que l'écart ne se creuse trop entre le *front* et les supports les bonnes années. Elle entre en phase avec la logique de finan-

(3) Comme le notent Burlaud et Simon (1997, p. 64) : « Le mesurable est surpondéré par rapport au non mesurable ».

cière de « *cost-cutting* » lors des années de perte – on baisse les salaires quand les profits sont absents, on les augmente quand ils sont présents, ce qui permet de maintenir un coefficient d'exploitation peu élevé. L'engagement des parties sur ce genre de solution est enfin crédible : les salariés des supports risquent moins une renégociation défavorable de ce type d'arrangement en cas de conjoncture défavorable.

Mais cette politique entraîne un biais structurel en faveur du *front-office*. Aussi les dispositifs de rémunération n'échappent pas à une certaine circularité qui conduit *in fine* à rendre l'ensemble de la structure dépendant des *fronts*. La direction des marchés dispose formellement d'un pouvoir de contrôle sur les comptes et de décision en matière d'allocation des bonus. Mais cette autorité est contrebalancée par le fait que l'enveloppe des bonus dont disposera la direction, à la fois pour se rétribuer elle-même mais aussi pour payer les fonctions supports, dépendra proportionnellement du montant qu'obtiendront les *front-offices*. Cette dépendance à l'égard des *fronts* n'affecte sans doute pas seulement les arbitrages en matière de taux de bonus sur enveloppe mais aussi l'ensemble des arbitrages comptables et budgétaires, en matière de tarification, d'allocation des fonds propres, etc. La direction des marchés a elle aussi intérêt à croire dans la réalité des résultats du front et à les maximiser. « Chacun avait ses raisons de croire que je réalisais bel et bien des bénéfices », écrit ainsi Nick Leeson (1996, p. 238) le fraudeur de la Barings au sujet de sa hiérarchie. « Ils en profitaient tous, et chacun à sa façon faisait pression sur moi ».

Le mécanisme de renversement de la hiérarchie ne conduit pas toujours à des malversations spectaculaires. Mais il conduit néanmoins à asseoir la position du *front* dans toutes les négociations. En outre, lorsque l'importance des différentes lignes de métier *fronts* est très inégale, la plus rentable, comme les dérivés actions dans les grandes banques françaises au tournant des années 2000, peut gagner un véritable ascendant décisionnel.

Les distorsions décrites dans cette partie ne sont certes pas spécifiques aux nouveaux produits financiers mais risquent d'être accrues lors de toute innovation financière. En effet, lorsqu'un produit nouveau fait irruption, on manque de recul pour apprécier son comportement et de standards consensuels pour évaluer les risques. Le *front-office* pousse généralement pour occuper rapidement le terrain avant la concurrence et capturer les perspectives de profit importantes. Il fait aussi pression pour qu'on ne surestime pas les risques. Or, pour les trois raisons organisationnelles que nous avons évoquées – différentiel de légitimité, incitation à la mobilité et mode de constitution des budgets de bonus –, les éléments de la structure bancaire (direction, support et contrôle des risques) qui devraient faire contrepoids à la hardiesse du *front* se retrouvent de fil en aiguille dans une position de juge et partie.

## 5. Conclusion

S'il est logique, à la suite de notre analyse, de conclure que la structure des rémunérations dans l'industrie financière favorise à la fois la prise de risque et sa sous-estimation (en particulier dans le cas des nouveaux produits financiers), il est plus délicat de prôner des solutions. Il est difficile de savoir à quel point les banques sont conscientes du phénomène et l'ont déjà internalisé. Si tel était le cas, l'arrangement actuel pourrait être un équilibre de second rang entre différents inconvénients. Dans le cas inverse, on pourrait être dans le cadre d'un équilibre sous-optimal qu'il serait possible d'améliorer. Revoir le mode de calcul des budgets de bonus, notamment pour les supports et la direction de marché, serait un premier pas. Mais cela ne supprimerait pas pour autant la polarisation de la structure vers le *front-office*.

L'affaire Kerviel et les pertes des *subprimes* ont conduit certaines voix à s'élever en faveur :

- de la construction d'une muraille de Chine entre *back-office* et *front-office*, notamment en termes de mobilité professionnelle<sup>(4)</sup> ;
- de la revalorisation symbolique et monétaire des métiers des supports<sup>(5)</sup> (Lévy-Lang, 2008).

La première solution peut produire des effets pervers : supprimer les perspectives d'ascension sociale permises par la promotion au *front* peut aggraver le différentiel de légitimité et les frustrations relatives du personnel des supports. Accroître au contraire la mobilité dans les deux sens serait un moyen d'éviter ce différentiel de légitimité et une trop grande dépendance de la rémunération à la seule position occupée. La revalorisation des fonctions supports (deuxième solution) est certes de nature à faire évoluer la structure et la maîtrise du risque dans un sens moins « court-termiste ». Mais sans transformation fondamentale de l'organisation du travail interne dans les banques et sans régulation du marché du travail, elle risque de rester un vœu pieu. En effet, les membres du *front-office* obtiennent, d'après nous, des rémunérations très élevées parce qu'ils peuvent déplacer l'activité financière d'une banque à une autre, alors que le personnel des supports n'a pas tellement cette faculté (Godechot, 2007). Aussi, même si l'on reconnaît les distorsions incitatives induites par des inégalités très élevées, l'angoisse de voir partir des monceaux d'activité financière conduit à privilégier les bonus des opérateurs financiers.

Une voie à plus long terme pourrait être de transformer la division interne du travail financier de manière à éviter que les opérateurs financiers s'approprient des actifs clé collectivement financés et individuellement trans-

(4) Cf. Rapport au Premier ministre concernant les enseignements à tirer des événements récemment intervenus à la Société générale, ministère de l'Économie et des Finances, 2008.

(5) Cf. André Lévy-Lang (2008) : « Il faut éviter que la salle de marché se scinde entre *traders-seigneurs* et *contrôleurs-manants* », *Les Échos*, 20 février.

portés. Des politiques de mobilité interne, comme elles se pratiquent dans le secteur des assurances, devraient limiter ainsi la constitution d'équipes prêtes à la défection. La division du travail de décision financière diminue aussi la part de l'activité déplacée en cas de démission. L'entente entre banques pour ne pas se débaucher des équipes les unes aux autres casserait la spirale haussière des salaires. En attendant ces évolutions de long terme – qui en outre ne sont pas certaines –, les autorités pourraient d'une part à la fois promouvoir des règles plus sévères de contrôle des risques, mais aussi œuvrer pour une augmentation des impôts pour les plus hautes rémunérations, afin de réduire le différentiel de revenus nets d'impôts entre les différentes catégories de salariés de la finance et les distorsions conséquentes des incitations. Cependant, une telle politique, à contre-courants des évolutions actuelles, nécessite une forte coordination internationale.

## Références bibliographiques

- Aglietta M. et A. Rebérioux, (2004) : *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel.
- Ahn Hyungsok, J. Dewyne, P. Hua, A. Penaud, et P. Wilmott (2002) : « The End-of-the-Year Bonus: How to Optimally Reward A Trader? », *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, vol. 5, n° 3, pp. 279-307.
- Bougen P. (1994) : « Accounting and Labour: Integrations and Disintegrations » in *Accounting as Social and Institutional Practice*, Hopwood et Miller (eds), Cambridge University Press, pp. 138-167.
- Bourdieu P. (2000) : *Les structures sociales de l'économie*, Le Seuil, Coll. 'Liber'.
- Burlaud A. et C. Simon (1997) : *Le contrôle de gestion*, La Découverte, Coll. 'Repères'.
- Capron M. (1993) : *La comptabilité en perspective*, La découverte, Coll. 'Repères'.
- Eccles R. et D. Crane (1988) : *Doing Deals: Investment Banks at Work*, Harvard Business School Press.
- Godechot O. (2004) : *L'appropriation du profit. Politiques des bonus dans l'industrie financière*, Thèse de doctorat de sociologie sous la direction de Michel Lallement, CNAM, Paris, 650 p.
- Godechot O. (2006) : « Hold-up en finance. Les conditions de possibilité des bonus élevés dans l'industrie financière », *Revue Française de Sociologie*, vol. 47, n° 2, pp. 341-371.

- Godechot O. (2007) : *Working Rich. Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, La Découverte, Coll. 'Textes à l'appui'.
- Godechot O. et P. Lagneau-Ymonet (2008) : « D'un rapport salarial favorable à un autre. Les professionnels de la bourse 1970-2000 » in *Le salariat bancaire : enjeux sociaux et pratiques de gestion*, Baubeau, Cossalter et Omnès (eds), Actes de la journée du 2 février 2007, Presses de l'Université Paris X-Nanterre.
- Holmstrom B. et P. Milgrom (1987) : « Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives », *Econometrica*, vol. 55, n° 2, pp. 303-328.
- Hopwood A. (1972) : « An Empirical Study of the Role of Accounting Data in Performance Evaluation », *Journal of Accounting Research*, vol. 10, pp. 156-182.
- Laffont J-J. (1991) : *Fondements de l'économie publique. Économie de l'incertain et de l'information*, Economica, Coll. 'ESA'.
- Leeson N. (1996) : *Trader fou*, J-C. Lattès.
- Lordon F. (2000) : « La « création de valeur » comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionariale », *Année de la Régulation*, 4, La Découverte, pp. 117-170.
- Milgrom P. (1988) : « Employment Contracts, Influence Activities and Organization Design », *Journal of Political Economy*, vol. 96, n° 1, pp. 42-60.
- Milgrom P. et J. Roberts (1988) : « An Economic Approach to Influence Activities in Organizations », *American Journal of Sociology*, vol. 94, pp. 154-179.
- Milgrom P. et J. Roberts (1997) (1992) : *Économie, organisation et management*, De Boeck Université, Coll. 'Ouvertures économiques-Balises'.
- Mottis N. et J-P. Ponsard (2000) : « Création de valeur et politiques de rémunération », *Gérer et comprendre*, juin.
- Vollmer H. (2003) : « Bookkeeping, Accounting, Calculative Practice: The Sociological Suspense of Calculation », *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 14, pp. 353-381.