



Rémunération des Investment Bankers

Captation de rente abusive ou légitime répartition
des profits?

Philippe Tibi

X, UBS, AMAFI

Chaire FDIR, 2 Novembre 2010



La rémunération des banquiers et des opérateurs de marché: Not only what you think?

UN SUJET D'ORDRE PUBLIC ?

- L'ordre social exige de punir les « fauteurs de crise »
- Comment réformer sans remise en ordre de l'échelle des rémunérations?
- Les banques assurent des missions de service public
- La finance est un ciment de la société et du pacte social : le risque bancaire est un risque systémique

UN SUJET DE GOUVERNANCE?

- Un partage de la valeur atypique entre actionnaires, créanciers, management et employés
- La guerre des talents, la question des incitations et des conflits d'intérêts
- Le mode de fonctionnement des conseils d'administration
- L'intervention des états, la capture des régulateurs

UN SUJET DE POLITIQUE ECONOMIQUE ?

- L'utilité sociale et économique des marchés est de financer l'économie, d'allouer et de développer l'épargne des citoyens et donc, in fine, de gérer les risques.
- Le système financier, le développement d'une place financière, l'attraction des talents et des capitaux sont des armes de guerre économique indissociables de la souveraineté des états



Un débat envahi par des sujets intéressants, ...mais de second ordre

« LES REMUNERATIONS ELEVEES SONT UN SCANDALE SOCIAL »

- Dans une économie de marché, le quantum des rémunérations est fixé par des systèmes de gouvernance privés
- La mise en conformité sociale des revenus individuels est du ressort de la fiscalité

« LES BONUS DES « TRADERS » (les marchés, la spéculation) SONT LES RESPONSABLES PRINCIPAUX DE LA CRISE »

- Quid des « *global imbalances* », des politiques publiques de croissance favorisées par l'endettement et l'immobilier, de la régulation *des mortgages*, des « gaps » de supervision bancaire , des systèmes de gouvernance, du défaut de diligence des acheteurs des titres AAA, etc

« LES MARCHES SONT DES CASINOS « COURT-TERMISTES » QUI PARASITENT « L'ECONOMIE REELLE »? »

- Les marchés mettent en relation les porteurs de projets et les porteurs de capitaux
- Les marchés financent l'économie et cela n'a jamais été autant avéré que pendant la crise
- Les marchés financent les Etats et leurs politiques publiques
- Un horizon théorique de long terme, menacé en réalité par différentes modalités d'application du « principe de précaution »



Le monde du docteur Pangloss ? Non ...

La REFORME DU SYSTEME FINANCIER EST NECESSAIRE

- La crise démontre des dysfonctionnements graves
- Les marchés ne sont utiles et efficaces que s'ils sont crédibles

LA REFORME DOIT ETRE PENSEE AU SEIN D'UN UNIVERS DE CONCURRENCE ET DE SOUVERAINETE

- Le G20 a fait le choix difficile de principes coopératifs : refus du protectionnisme, collaboration des banques centrales, instances de concertation, etc
- Pendant ce temps, la guerre économique continue....

DES QUESTIONS PREALABLES

- Captation de **rente abusive** ou **partage** légitime des **profits**?



Rente abusive?

Figure 4.1: Real Corporate Profits, Financial vs. Nonfinancial Sectors



Source: Bureau of Economic Analysis, NIPA Tables 1.1.4, 6.16; calculation by the authors. Financial sector excludes Financial Reserve banks. Annual through 2007, quarterly Q1 2008-Q3 2009.



Causes possibles: Discussion

Levier?

- Période de baisse des taux courts et longs
- Carry trade
- Rapide croissance de l'endettement du secteur non financier

Subvention par les banques centrales?

- Finance essentielle pour croissance et emploi du monde occidental, a fortiori sous le paradigme de la mondialisation.

Dérégulation?

- Multiplication des situations d'opportunité

Innovation financière?

- Dérivés de crédit



Causes possibles: Discussion

Basculement du monde?

- Internet?
 - Illustration de la parabole des institutions financières intermédiaires entre porteurs de capitaux et de projets (M&A, IPO, asset management, etc)
- Globalisation?
 - Profits internationaux, banques vectrices de la mondialisation, expositions multiples à la mondialisation (M&A, IPO, FX, commodities, asset management, etc)

Défaut de concurrence?

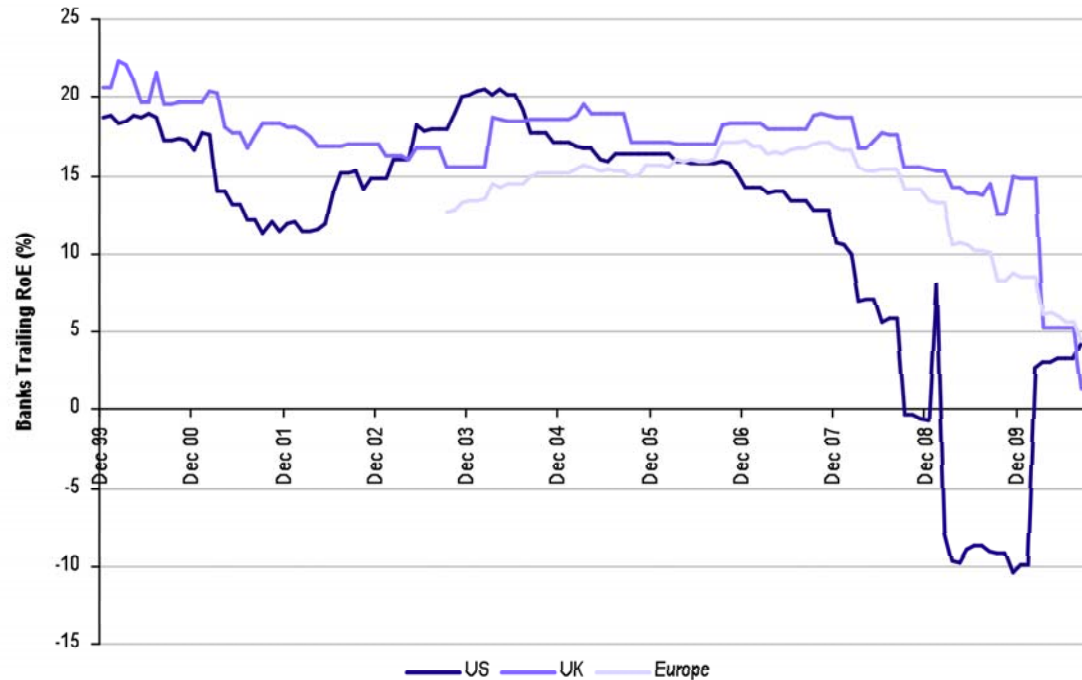
- Multiplicité des acteurs favorisée par la régulation (Big Bang, abrogation du Glass Steagall Act, MIFID), non démentie par la crise **vs**
 - Barrières à l'entrée technologiques
 - Règles informelles de préférence nationale
 - Puissance des relations interpersonnelles, exclusives par nature



Causes possibles: Discussion

Les profits de cette période sont-ils illusoire?

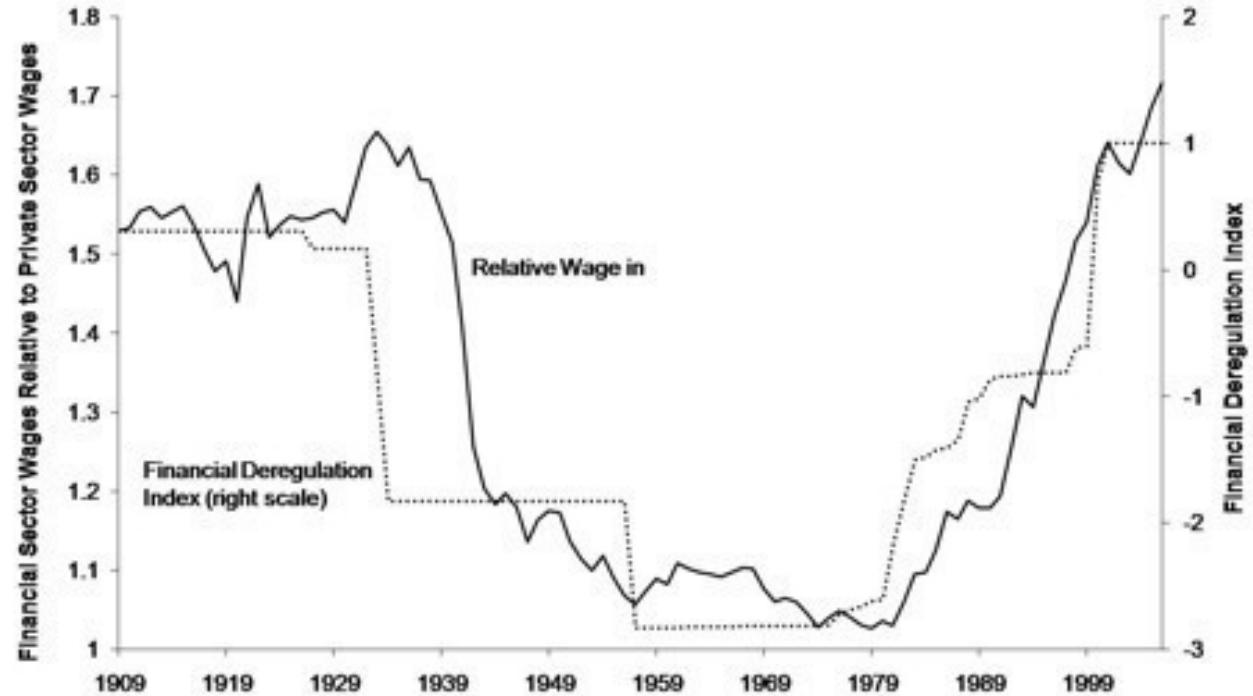
MSCI Banks trailing RoE (P/B P/E), Source UBS





Partage légitime des profits?

Figure 5.2: Relative Financial Wage and Financial Deregulation

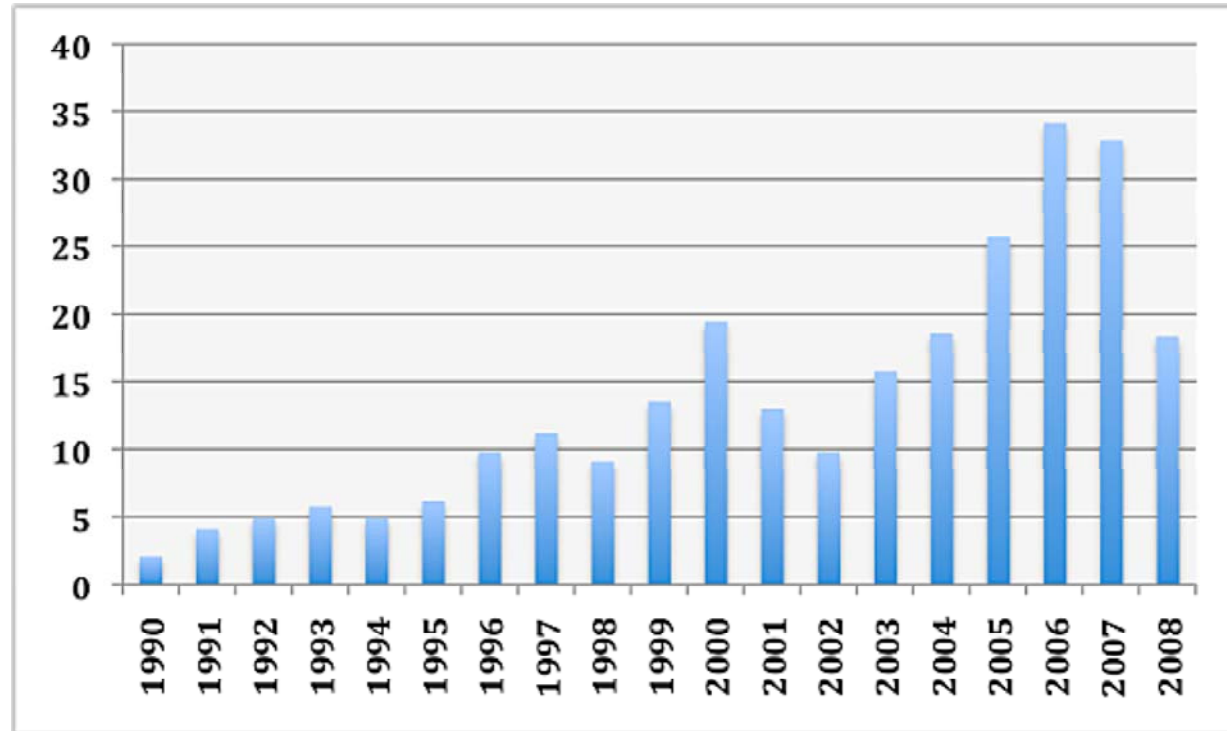


Source: Thomas Philippon et Ariell Rasheef



Partage légitime des profits?

New-York City Securities Industry Bonuses (\$bn)



Source: Office of the State Comptroller, NYC



Discussion

- La détermination des revenus des opérateurs de front-office du sell side a historiquement reposé sur trois principes :
 - La rémunération globale est une fraction des revenus de la firme (cf compensation ratio en tant qu'indicateur structurel)
 - La part variable (bonus) des rémunérations est une composante substantielle et incitative de la rémunération globale
 - La règle du jeu affichée est celle d'une méritocratie
- La population des banquiers et des salles de marché est constituée à l'issue de processus de recrutement hautement compétitifs
- Philippon et Rasheef concluent qu'une proportion significative de la sur-rémunération des banquiers ne peut être expliquée par des variables objectives et constitue une rente



Discussion

- Si l'hypothèse de la sur-rémunération était retenue, serait-elle liée à:
 - La perpétuation d'habitudes?
 - La guerre des talents?
 - La crainte de perdre des positions stratégiques difficiles à rebâtir?
 - L'indiscipline du secteur?
 - Des conflits d'intérêts non traités par les conseils d'administration ?

En tout état de cause la rémunération des banquiers, ainsi que leur propension à prendre des risques, est décidée par les directions générales de leurs établissements

- Le G20, la CRD3, la réglementation française ont voulu traiter l'asymétrie entre profits comptables « spot » (déterminés comptablement par des principes de fair value), ne devant être en réalité tenus pour acquis qu'après une longue période, et des bonus versés annuellement en cash



Conclusion

- La question de la rémunération des banquiers doit être examinée sous le seul angle du risque systémique
 - Les propositions du G20 et la CRD3 constituent des avancées dans ce domaine
- Le régulateur politique dispose en effet de l'arme de la fiscalité pour traiter des questions de justice sociale, et d'autres leviers pour procéder à l'allocation optimale des talents au sein de tous les secteurs de l'économie
- Le développement important des transactions dont les résultats reposent sur des principes de fair value et non sur le versement de commissions « cash » imposent d'étudier en détails les conditions d'alignement des intérêts des managements, des opérateurs, des actionnaires et autres stakeholders de la firme
- Cet alignement doit être effectué à l'échelon international afin de garantir un global level playing field



Conclusion

- La constitution d'une place financière est en effet un acte de souveraineté
 - La mise en place de règles locales (cf. taxe sur les bonus, conditions de détention de titres, etc.) est un risque qui doit être analysée de façon systémique en évitant l'emprise de logiques de communication et de démonstration punitive
- La mise en place des nouvelles réglementations (Dodd-Franck, Bâle 3) exerce une pression simultanée sur les profits du secteur et sur l'allocation de ces profits vers les opérateurs
 - Les contraintes sur le levier, le proprietary trading et l'OTC sont très significatives
 - Bâle 3 réorientera les profits vers les fonds propres au détriment des dividendes et des bonus versés en cash
 - Les bonus seront versés en titres dans une proportion substantielle, en diluant les actionnaires, ce qui contribuera à recentrer le débat au sein du forum qui aurait dû le traiter avant qu'il n'appartienne à l'espace politique : **le conseil d'administration**
- La question d'une application intelligente des principes de fair value demeure d'actualité
- En tant qu'actionnaires il **VOUS** appartient d'exercer une influence prépondérante sur la constitution du nouvel équilibre