

## Pru/AIA: Look back in SORROW

PETER THAL LARSEN

**breakingviews.com**

The parallels are striking. A young, ambitious chief executive of Prudential, recently elevated from the position of finance director, launches an audacious takeover bid designed to double the UK life insurer's size. But shareholders take fright and the Pru's share price plunges. Tidjane Thiam, the Pru's current chief executive, will be hoping that is where the similarities end. The 2001 takeover bid for U.S. insurer American General ended in failure. The falling Pru share price undermined the value of the all-share offer, opening the way for American International Group, then the world's largest insurer, to counterbid. The reputation of Jonathan Bloomer, the Pru chief executive, never fully recovered from the debacle. Despite the apparent similarities, there are important differences between the Pru's American General adventure and the current \$35.5 billion bid for AIA, the Asian operations of AIG. To start, the American General deal disappointed investors who thought the Pru's focus was on expanding in Asia. This time, there are no questions about the strategic logic. ■

# La discipline au service de l'intérêt public

*La nécessité de l'intervention étatique pour empêcher les faillites bancaires est aujourd'hui quasi incontestée.*

- ERNESTO ROSSI
- DI MONTELEA
- P.-A. SANGLARD
- YVES BURRUS
- PAUL H. DEMBINSKI,
- ANDREW HILTON\*

Si le principe de l'intervention est largement accepté, ses modalités font en revanche l'objet d'appréciations fort nuancées. On recense deux grandes catégories d'interventions : la recapitalisation d'une part, et le transfert d'actifs « toxiques » à une société de revalorisation d'autre part. Il s'agit de déterminer laquelle de ces modalités offre la meilleure protection de l'intérêt public.

C'est ici que la notion d'aléa moral - une notion qui provient du monde de l'assurance - entre en jeu. Il s'agit de la perspective qu'un agent économique soustrait aux conséquences d'une prise de risque donnée modifie son comportement par rapport à celui qu'il adopterait s'il était exposé totalement au risque.

Dans le cas qui nous concerne, on

peut définir l'aléa moral comme le changement de comportement des dirigeants du système bancaire en raison de la garantie étatique implicite ou explicite dont ce dernier bénéficie. L'intervention quasi automatique de l'Etat en cas de crise donnerait au secteur bancaire le sentiment qu'il peut prendre davantage de risques, et obtenir ainsi des rendements plus élevés que si l'Etat ne lui venait jamais en aide.

L'aide étatique étant cependant indispensable en cas de crise, existe-t-il des modalités d'aide permettant de réduire l'aléa moral? Une voie à suivre serait de s'interroger au sujet des effets de l'intervention étatique sur les propriétaires du système bancaire, à savoir les actionnaires, qui devraient être in fine ceux qui déterminent le niveau de risque pris par chaque institution bancaire. Il s'agirait d'inscrire durablement dans la mémoire des propriétaires du secteur bancaire, si besoin en y laissant de profondes cicatrices, qu'ils sont bel et bien exposés aux conséquences d'une prise de risque exagérée ou d'un niveau de fonds propres trop limité, même si l'Etat viendra au secours de l'institution en cas de difficulté. Toutefois, cette ponction de principe devrait, dans les faits,

être nuancée en raison de l'hétérogénéité de ces mêmes actionnaires, investisseurs, mais aussi petits épargnants et institutionnels.

Dans l'hypothèse d'une recapitalisation, en effet, les actionnaires privés verront sans doute leur part de propriété partiellement ou totalement diluée au travers de l'injection des fonds étatiques. Echaudés par la crise, il est fort probable qu'ils ne feront pas usage de leurs droits de souscription préférentiels à l'augmentation de capital. C'est cette « punition » qu'entraîne la dilution de leur part de propriété qui constitue le moyen de réduire l'aléa moral que pourrait représenter la garantie d'octroi de l'aide étatique.

L'excès de risque pris par l'institution a entraîné des pertes qui se soldent par une pénalité douloureuse pour les actionnaires, et pour le management, qui sera remercié : l'institution est sauvée, mais le patrimoine qu'ils ont investi dans l'institution est partiellement, voire totalement, détruit. Dans la méthode de transfert des actifs toxiques, par contre, les ajustements ne sont pas effectués avant le transfert, ou s'arrêtent au moment où ils entraîneraient un manque de fonds propres nécessitant une recapitalisation. L'Etat

attribue à la fondation de valorisation la tâche de racheter les actifs toxiques à leur valeur d'inventaire selon les livres de la banque, ainsi que les moyens pour procéder à ces achats.

Les actionnaires ne subissent aucune sanction quant à leur part de propriété à une institution désormais assainie et toujours aussi diversifiée, si l'on excepte, fort heureusement pour la banque, l'activité à la base des pertes. S'ils ont été sanctionnés par une chute des cours en raison du climat de défiance, les actionnaires privés peuvent espérer revenir à la situation patrimoniale qui prévalait avant la crise, puisqu'une part des pertes potentielles a été externalisée à charge de l'Etat. On peut dire que l'aléa moral s'accroît car l'excès de prise de risque n'a pas été sanctionné.

Le moins qu'on puisse espérer, c'est que l'Etat transfère à la banque assainie le coût du financement de la fondation de valorisation. Si ce n'était pas le cas, on irait très loin dans la socialisation des pertes, puisque la banque serait non seulement débarrassée des conséquences des pertes sur les actifs toxiques, mais également du coût de leur financement. Toute chose égale d'ailleurs, elle verrait son compte d'exploitation s'améliorer : non seulement l'excès de prise de risque ne serait pas sanctionné, mais encore il se verrait récompensé !

Au niveau patrimonial, l'Etat prend un risque bien supérieur avec la solution de la fondation de valorisation par rapport à la participation à l'augmentation de capital, puisqu'il ne bénéficie pas de l'effet de diversification que représente l'ensemble du portefeuille d'activités de la banque. Son risque patrimonial est concentré sur le destin des seuls actifs toxiques. Au terme de cette analyse, la défense de l'intérêt public en cas d'assainissements bancaires serait donc bien mieux assurée par une

augmentation de capital de la banque souscrite par l'Etat plutôt que par la création d'une fondation de valorisation étatique.

Bien sûr, l'injection de capital peut entraîner une participation étatique majoritaire dans une institution qui n'a rien à voir avec une mission publique. Notons que dans l'histoire économique, ces situations n'ont pas constitué que des exceptions, et que le bon fonctionnement des marchés financiers peut être compatible avec un appareil bancaire partiellement, voire totalement, aux mains de l'Etat. On peut d'ailleurs douter que l'Etat resterait longtemps propriétaire de la banque s'il a la perspective d'encaisser un gain patrimonial substantiel.

Ce qui est à craindre, c'est que des positions idéologiques quelque peu intégristes quant au danger que pourrait représenter l'Etat dans sa position d'actionnaire partiel du système bancaire n'entraînent des choix très risqués, porteurs de germes de dérives futures, et dont le coût patrimonial pour la collectivité pourrait s'avérer extrêmement élevé à terme.

*\* Contribution de l'Observatoire de la Finance à la réflexion sur les principes d'une juste répartition des charges et des avantages entre les actionnaires des institutions financières, les managers et les contribuables. Une version longue de cet article a paru dans la revue Finance & the Common Good/Bien Commun, no 24-35.*

UN FONCTIONNEMENT SATISFAISANT DES MARCHÉS FINANCIERS PEUT ÊTRE COMPATIBLE AVEC UN APPAREIL BANCAIRE PARTIELLEMENT VOIRE TOTALEMENT AUX MAINS DE L'ETAT.

# Le bon Thomas Minder ou l'apprenti démocrate

*La question posée par l'initiative Minder est apparemment celle d'une meilleure distribution des richesses. La réponse est-elle vraiment dans la légifération outrancière vers laquelle l'entrepreneur alémanique se tourne?*

On pourrait penser parfois, à observer notre chère Helvétie, que faire de la politique, en ce royaume de la démocratie directe, se décline en trois étapes. D'abord, faire des sondages du genre « voulez-vous moins d'étrangers oui ou non? Voulez-vous plus d'argent oui ou non? Plus de propreté, plus de sécurité, moins de gaspillages, oui ou non? Deuxième étape, une fois le résultat du sondage obtenu, crier devant le peuple : « moins de ceci, plus de cela, oui, vous avez raison! Moins d'argent pour les autres et plus pour nous! » Et troisième étape, se lever, bomber le torse et le frapper, virilement bien sûr, « uba uba, élisez-moi, je suis proche du peuple et je ferai ce qu'il demande! »

Ainsi Monsieur Minder. Avec l'excuse bien sûr, de ne pas être politicien. Qu'à cela ne tienne, en voilà un, de politicien Helvète, un vrai: Monsieur Blocher. Voilà quelqu'un qui écoute le peuple, qui a senti avant tout le monde la magnificence de la vanne électorale ouverte par Minder, qui n'a jamais reculé devant aucune récupération, et qui ni une ni deux fait sienne cette idée magnifique qu'est le contrôle des rémunérations. Les autres ne doivent pas gagner tellement plus que moi, c'est forcément injuste, réparons - et vite! - cette injustice crasse. Le problème de ces Messieurs réside dans leur ignorance de ce qu'est la démocratie, et de ce qu'est le rôle des politiciens. Pardonna-ble pour le premier, qui n'est pas

un professionnel, impardonnable pour le second.

Le rôle du politicien, en démocratie, n'est pas de susciter des réponses attendues du peuple par des sondages à questions fermées puis d'appliquer dare-dare ces réponses que l'on est allé chercher au mépris de tout dialogue. Non, en démocratie, le rôle du politicien élu n'est pas d'étouffer le dialogue, mais tout au contraire, d'assumer la respon-

ciens ont-ils suffisamment dialogué? Tous les tenants et les aboutissants ont-ils été pris en compte, expliqués, débattus?

Car quoiqu'en disent tous les cours de coaching de communication et de succès télévisuels, le rôle du politicien n'est pas de simplifier à outrance. Comme le disait si justement Einstein. « One should make things as simple as possible, but not one bit simpler. » Pour éviter

à la liberté - une société individualiste pour le meilleur de chaque individu? J'aurais tendance à opter pour la deuxième réponse. Dans ce cas, si les politiciens élus veulent mériter leurs lettres de noblesse, ils ne sauraient proposer des solutions simplistes dont ils savent parfaitement qu'elles ne peuvent répondre à la volonté profonde du peuple. Ils ne devraient pas non plus dissoudre la question en la repoussant après les prochaines élections par crainte que les votants ne pensent qu'ils n'ont pas été écoutés.

La question à la fois fondamentale et pratique que pose l'initiative Minder, si on y regarde de plus près, est bel et bien celle d'une meilleure distribution des richesses. Comment rendre celle-ci plus fluide, naturelle, logique? Par un contrôle plus strict des salaires, des rémunérations et des bonus? La réponse est-elle vraiment dans la légifération « vers le bas »? Quelque chose me dit que non, peut-être mon atavisme libéral, ou l'observation de l'Histoire. Mais une chose est certaine, c'est que Minder pose une question brûlante. Il faut maintenant prendre cette initiative à bras le corps, comprendre pourquoi le peuple l'aime, aller débattre avec lui, partout, tous les jours, sans baster, trouver des voies plus innovantes pour donner à chacun le goût et les meilleurs moyens de cette distribution souhaitée. Ces moyens se cachent probablement davantage dans la multiplication que dans la soustraction. ■



LE RÔLE DU POLITICIEN N'EST PAS D'ÉTOUFFER LE DIALOGUE MAIS AU CONTRAIRE D'ASSUMER LA RESPONSABILITÉ D'ÉLEVER CE DIALOGUE.

Barbara Polla, intellectuelle indépendante

sabilité d'élever ce dialogue. De l'élever par ses connaissances historiques et actuelles, ses compétences, son professionnalisme, son appréhension de la complexité des choses. Démocratie ne signifie pas poser des questions débiles au peuple puis se prévaloir du fatal « Ah, le peuple a décidé ». Si le peuple estimait que c'était à lui de faire, pour quoi élirait-il des représentants et leur demanderait-il de débattre dans un Parlement? Il s'agit, pour le parlementaire, de donner forme au débat, de le nourrir de de comparaisons et de nuances.

Quand le peuple suisse vote contre les minarets, la question qui se pose alors n'est pas de savoir si le peuple a raison ou tort, car le peuple a ses raisons que la raison ne connaît pas. Non, la question qui se pose est la suivante : les politi-

la simplification à outrance, il faut introduire le doute dans les débats. Le doute, nourriture des sages, engrais de la pensée, richesse du dialogue, garantie de qualité. Pas le doute paralysant bien sûr, celui qui empêche de décider, qui opacifie les enjeux et prévient l'action. Non, le doute qui signe l'écoute de l'opinion de l'autre, qui sollicite cette opinion, qui l'élabore. Le doute qui conduit à chercher d'autres pistes.

L'initiative Minder plaît au peuple, les sondages le prouvent. Mais derrière les résultats de ces sondages, qu'y a-t-il vraiment? L'irrépressible désir d'une meilleure redistribution des richesses. Vieux rêve socio-communiste forcément voué à l'échec? Ou rêve d'avant-garde d'une société plus libre, dans laquelle chacun enfin aurait accès

## Spanish bad debts: get on with it

FIONA MAHARG-BRAVO

**breakingviews.com**

Spain's banks have been doing everything in their power to stem the flood of bad loans arising from the collapse of the country's property bubble. A lot of attention has been paid to the thousands of properties that banks have taken over from struggling real estate developers in return for cancelling their debts. But a much bigger headache is loans that banks have refinanced without allowing for the possibility that they might not be repaid. In total, banks could have to make extra provisions of almost 23 billion euros over the next few years. That's 41 percent of everything they have set aside so far. Analysts estimate that Spain's banks have between 30 billion and 43 billion euros of properties bought from real estate developers on their books. The Bank of Spain requires them to set aside 10 percent of the

property's value at once, and up to a further 10 percent if it hasn't been sold after a year. But given the continuing slump, the central bank is now expected to raise that figure to 30 percent. Credit Suisse estimates that Spanish banks have set aside 21 percent of the properties' value so far. Assuming total holdings of about 35 billion euros, that means another 3.2 billion euros of provisions. But a bigger problem could be loans that have been refinanced but not yet written down. Based on disclosure from some listed banks, Credit Suisse reckons these could account for as much as 3.5 percent of all loans in the Spanish banking system, or 64 billion euros. A big chunk of these debts will eventually sour as the Spanish economy struggles to emerge from recession this year. Analysts think provisions could eventually reach 20 to 40 percent of the total. Use the midpoint, and banks will need to set aside another 19.3 billion euros. ■