

Le contrôle exercé par les Pereire sur leurs entreprises permet-il d'illustrer les limites de la théorie de l'Agence en matière de financement ?

Elisabeth Paulet

"Les actionnaires sont en général des moutons, parfois des tigres"

Henri Germain

Résumé

Les mésaventures du Crédit Mobilier ne relèvent pas de l'anecdote mais sont révélatrices de difficultés dans une logique de marché. Cinq causes principales peuvent être identifiées pour expliquer les déboires de cet établissement:

- l'accumulation de mauvais risques sur les entreprises,
- la présence massive dans l'immobilier,
- le manque de contrôle interne,
- les erreurs de développement hors frontières,
- le contrôle insuffisant de l'actionnaire principal.

L'objet du présent article est d'essayer d'analyser les erreurs des fondateurs du Crédit Mobilier, les Péreire, dans le cadre de la relation de mandat existant entre un banquier et l'entreprise qu'elle finance. Après en avoir brièvement rappelé les principes, nous appliquerons le cadre théorique de la théorie de l'Agence au cas particulier de la banque des Péreire afin de préciser les limites de la relation Principal Agent. Le but final sera de préciser les limites du rôle de Principal d'une institution financière dans le contexte très particulier d'une banque du XIX^{ième} siècle

Introduction

Les mésaventures du Crédit Mobilier ne relèvent pas de l'anecdote mais sont révélatrices de difficultés dans une logique de marché. Cinq causes principales peuvent être identifiées pour expliquer les déboires de cet établissement:

- l'accumulation de mauvais risques sur les entreprises,
- la présence massive dans l'immobilier,
- le manque de contrôle interne,
- les erreurs de développement hors frontières,
- le contrôle insuffisant de l'actionnaire principal.

De plus il n'est pas inutile de mentionner que, paradoxalement, ces difficultés n'ont pas engendré de perturbations notoires sur le marché financier. Leur crise provient donc de l'accumulation d'erreurs dans l'exercice du métier de banquier: le crédit.

L'objet du présent article est d'essayer d'analyser les erreurs des fondateurs du Crédit Mobilier, les Péreire, dans le cadre de la relation de mandat qui existe entre un banquier et son client, l'entreprise qu'elle finance. Aussi nous rappellerons brièvement les principaux concepts de la théorie de l'Agence, ainsi que les facteurs qui expliquent l'ascension et les raisons de l'échec du Crédit Mobilier. Puis nous appliquerons ce cadre théorique au cas particulier de la banque des Péreire afin de préciser les limites de la relation Principal Agent dans le cadre de la conclusion d'un contrat de dette entre banquier et entreprise. Le but final sera de préciser les limites du rôle de Principal d'une institution financière dans le contexte très particulier d'une banque du XIX^{ième} siècle

I. La Théorie de l'Agence: Principes Fondamentaux

Qu'appelle-t-on *relation d'agence ou de mandat* ? On dit qu'il existe une relation de mandat entre deux personnes lorsque l'une d'entre elles appelée le *mandataire* (ou *agent*) agit au nom d'une autre personne comme représentant appelée le *mandant* (ou *principal*). Le paradigme de l'agence peut être vu comme une réponse aux questions concernant les conflits d'intérêts entre individus dans un monde avec information incomplète. La théorie de la firme s'inscrit alors dans un ensemble de relations

contractuelles entre le dirigeant (ou agent) et les actionnaires (ou principal). Ce courant théorique part du postulat suivant: les dirigeants sont mieux informés que les actionnaires sur la qualité de leur firme ¹. Un mécanisme de transmission de l'information devra être établi pour permettre aux preneurs de risques (les actionnaires) de s'engager dans les différents projets de l'entreprise. Le facteur d'Incertitude décrit ici est lié aux difficultés d'acquérir toute l'information nécessaire à la prise de décision et peut être définie par "la connaissance imparfaite des faits passés, présents et futurs".

Ce manque de connaissance a pour origine la différenciation des rôles au sein de l'entreprise. Cette *asymétrie informationnelle* entre les individus crée des zones d'incertitude qui résulte du pouvoir que les agents économiques détiennent sur cette même information. Lorsqu'un entrepreneur décide de financer une activité productive, il doit convaincre les actionnaires du bien fondé de son choix. La question qui se pose alors est: le projet proposé est-il suffisamment rentable pour couvrir les risques encourus lors de sa mise en oeuvre.

Lors de la conclusion des contrats, les partenaires ne disposent pas de la même information. Comment s'assurer d'une bonne transmission de cette information ? Par la formulation de *mécanismes d'incitation* conduisant à une révélation exacte de la qualité du projet. Ils ont pour objet d'inciter l'agent (cf. le manager d'une entreprise) à diffuser un signal représentant l'information qu'il détient sur la valeur de sa firme et qui poussera le principal (l'actionnaire ou la banque) à lui faire confiance pour l'avenir. Ce "*signal*" est donc une variable, et en ce sens, elle peut prendre différentes valeurs, les unes favorables, les autres défavorables² (cf. Ross (1973,77)). Pour être efficace un mécanisme incitatif devra en outre comporter des intéressements et des pénalités pour décourager l'agent d'émettre des signaux défavorables (cf. Laffont J.J. et E. Maskin (1986)). Le deuxième élément qu'il faut introduire est comment cette transmission de l'information s'effectue au cours du temps. En d'autres termes l'agent a-t-il toujours

¹Par qualité de l'entreprise il faut entendre le choix des différents projets productifs auxquels sont attachés un niveau de risque et un rendement anticipé.

² La situation favorable sera celle où le signal se révélera exact ex post, la situation défavorable se définissant à contrario.

intérêt à révéler l'information qu'il détient ? Pour répondre à cette question il convient de préciser la conception du temps dans laquelle on se place.

La conception du temps dans les différents modèles théoriques proposés n'est pas indépendante de leur manière d'appréhender l'Incertitude. Elle n'est pas non plus sans lien avec la notion d'Anticipation.

Que recouvre l'action d'anticiper ? Deux éléments peuvent être distingués. Tout d'abord anticiper prend en compte aussi bien la prédiction de l'avenir que la rétro-diction des faits antérieurs. Ensuite l'anticipation peut porter sur tout le déroulement futur d'une variable ou sur l'apparition d'un événement à un moment donné. Le temps dans un tel contexte peut être appréhendé comme une variable continue. Ce cadre conceptuel est celui envisagé par la théorie de l'Agence. A tout moment, des anticipations sont forgées sur des horizons successifs. Toutefois leur solidité est affectée par une projection dans le futur (phénomène d'incertitude) ou vers le passé (phénomène d'oubli). Il nous faut à présent rentrer plus dans le détail et analyser l'interaction Anticipations- Choix temporel. Les modèles proposés par les théoriciens de l'Agence décrivent des situations intertemporelles. Quel est l'enjeu de cette succession de périodes ? Elle permet de traduire les décisions des individus au cours du temps: une séquence. Pour nos modèles une séquence est constituée de deux périodes: la première servant de référentiel où est définie la fonction d'utilité, les dotations initiales des agents...; la seconde exprime la façon dont les échanges se produisent et le résultat de ces transactions.

Appliquons ce cadre d'analyse aux relations qui existe entre une banque et une entreprise lors de l'octroi d'un prêt (cf. Deshons- Freixas 1987). Un contrat de prêt est déterminé par deux paramètres:

- le taux d'intérêt
- une garantie exigée lors de l'octroi du crédit.

Conformément à ce qui précède cette précaution supplémentaire correspond à la prise en compte du hasard moral. La banque, dans l'impossibilité d'observer la qualité des emprunteurs dans le cadre d'une relation d'agence, demande une garantie pour se prémunir du risque de défaut. Il est alors possible de montrer que si les emprunteurs sont caractérisés par une aversion absolue au risque décroissante, les emprunteurs les plus riches vont prendre des décisions plus risquées et que, par conséquent, lorsque la banque

augmente le montant de la garantie nécessaire à l'obtention du prêt, elle écarte les agents dont la richesse est insuffisante pour présenter la garantie requise: elle accroît ainsi le risque de la population des demandeurs de prêt. Si l'on multiplie le nombre de périodes les emprunteurs qui révèlent avec exactitude l'information acquièrent une *réputation* auprès des banques. Le temps considéré comme une succession de séquence permet de limiter le risque des deux contractants: la banque qui aura désormais confiance en son emprunteur et exigera une garantie plus faible, ce qui aura pour conséquence immédiate de diminuer le risque des managers d'entreprise.

L'interaction Incertitude - Temps permet de mieux comprendre comment s'effectue le partage du risque entre le principal et l'agent. De plus elle rend compte du pouvoir qu'ont les agents économiques détenteurs d'information privée. En effet les éléments qualitatifs sur la valeur financière de la firme permettent au manager d'influencer les actionnaires afin d'obtenir un meilleur niveau de compensation. L'information n'est donc plus un bien dont on peut disposer librement. Elle devient un instrument stratégique indispensable dans l'explication de l'Incertain en théorie de l'Agence.

II/ Le Crédit Mobilier: de la prospérité au déclin

La banque en France n'existe réellement qu'à partir de la monarchie de juillet. Il s'agit alors d'une activité de Haute Banque caractérisée par deux fonctions essentielles:

- la gestion de grandes fortunes,
- l'emploi de ces fonds pour l'octroi de crédits à l'Etat et aux entreprises qui lui sont proches (cf. chemins de fer).

La première rupture se fait sous le Second Empire avec la création du Crédit Mobilier par les frères Péreire en 1852. Ce type d'établissement se veut une banque au service de l'industrie. Elle utilise ses capitaux propres, souscrits par ses fondateurs, par le public d'épargnants le plus large, pour faire des lancements d'actions et d'obligations, afin de permettre la naissance d'entreprises nouvelles. C'est ainsi que les Péreire contribuèrent en 1852 à la création de la Compagnie des chemins de fer du Midi, en 1854 à

l'instauration de la Société hôtelière de l'Immobilière Rivoli, en 1855 à la Compagnie Générale Maritime (future Transatlantique), la Compagnie des Omnibus de Paris et de la Compagnie parisienne d'Eclairage et de Chauffage par le Gaz. Fort de ces succès, entre 1857 et 1859, le Mobilier entre dans le capital des compagnies d'assurances 'la Confiance' et la 'Paternelle' qui viendront consolider les opérations immobilières déjà engagées.

En se basant sur leur réussite nationale, les Péreire ont exporté leurs principes et leur méthode à l'étranger. C'est ainsi, qu'en Espagne fut créé un Crédit mobilier espagnol et lancé une ligne de chemin de fer entre Coudoue-Séville et le Nord de l'Espagne qui s'ajouterait au réseau déjà existant du Midi de la France. Ce rêve d'internationalisme fut également poursuivi en Italie, où les Péreire fondèrent un Credito Mobiliario. Outre Rhin, ils aidèrent à l'établissement de la Darmstädter bank ou la Schaaffhausen'schen Bankverein. Mais dans ces situations le Mobilier, non content d'étendre ses activités hors de l'hexagone, a servi de modèles de banques dans nombre de pays européens, et en particulier en Allemagne pour les futures Großbanken.

Le bilan des Péreire est, à cette époque, impressionnant. Durant les dix premières années de leur existence, ils lancèrent ou participèrent au lancement de plus d'un milliard et demi de capital-actions, dont 120 millions pour le Crédit Mobilier, qui fut ainsi la première banque française ouverte au public à disposer d'un montant non négligeable de fonds permanents.

Pourtant, en 1865, le groupe d'affaires des Péreire commence à se fragiliser. Depuis quelques temps, il ne tenait plus que grâce aux avances incessantes que faisait la Banque de France au Mobilier pour soutenir ses fonds propres et pour lui permettre d'approvisionner en liquidités les entreprises auxquelles il était affilié. Cette date correspond également à l'affaire de la 'Banque de Savoie'. Rappelons-en brièvement quelques éléments. Après son annexion à la France, la 'Banque de Savoie' demanda sa fusion 'au pair' avec la Banque de France, proposition qui fut jugée inacceptable. Dans le même temps, le Crédit Mobilier proposa de lui octroyer 36 millions francs pour lui permettre une augmentation de capital. Cette tactique avait pour objectif sous jacent de trouver un partenaire financier capable de lui fournir la liquidité nécessaire pour leur engagement dans les compagnies de chemins de fer. La Banque de Savoie qui était

autorisée à émettre de la monnaie constituait donc un moyen de résoudre leur problème de fonds. A ce stade le débat ne se situa plus uniquement sur le plan financier mais aussi sur le plan politique. Les Pereire provoquèrent l'hostilité parmi la société financière et la Banque de France soucieuse de maintenir son privilège d'émission de monnaie. En effet, les grands banquiers de l'époque menacés par le Crédit Mobilier avaient joué contre eux depuis la Bourse et la Banque de France. L'apport de fonds à la Compagnie Immobilière à un moment où le secteur connaît des difficultés accentuera sa chute et conduira à la démission des Pereire.

Il est donc possible de formuler l'hypothèse suivante. Au delà d'investissement risqué entrepris par les Péreire, la Banque de France n'a rien fait pour empêcher la faillite des Pereires. L'organisme en charge du contrôle n'a pas exercé son rôle. Dans ce cas précis, les considérations politiques l'emportèrent sur une possible négociation des conflits entre principaux et agents.

III/ Théorie de l'Agence et problèmes financiers: le cas du Crédit Mobilier

La théorie de l'Agence appliquée aux problèmes financiers s'attache à expliquer et résoudre les conflits existants entre les différents détenteurs d'actifs. Le premier point d'analyse sera donc de définir dans ce contexte le concept de contrôle. L'étude du Crédit et en particulier de l'existence ou l'absence de conséquences engendrées par sa faillite nous permettra d'en définir la validité et les limites.

La théorie de l'Agence se base sur la différence informationnelle qui existe entre les différents acteurs de la firme (dirigeants, actionnaires et créiteurs) pour justifier du choix entre finance interne et finance externe. En particulier, elle s'attache à expliquer le financement mixte dettes-actions par l'existence de coûts d'agence, résultat d'un contrôle exercé soit par les actionnaires lorsque des actifs sont émis, soit par la banque qui octroie les crédits.

La littérature peut être subdivisée en deux parties. La première s'intéresse à la résolution des conflits entre le manager (le mandant) et ses créanciers (banquiers, actionnaires). Les détenteurs d'actifs exercent alors leur pouvoir de contrôle grâce à la

mise en place de mécanismes d'incitations qui conduisent le manager à réduire les risques encourus par son entreprise ³. La seconde branche analyse les relations existant entre le dirigeant d'entreprise et son banquier ⁴. Ce dernier doit veiller à mettre en place des mesures visant à assurer la solvabilité de l'emprunteur (taux d'intérêt différentiel fonction du risque et de la rentabilité des projets productifs, niveau de garantie suffisant pour discriminer les bons des mauvais emprunteurs).

Toute supervision ne peut envisagée hors de la signature de contrats permettant de discriminer les entreprises solvables de celles susceptibles de connaître des problèmes financiers à terme. Appliquée au contexte industriel du XIX^{ème} siècle cette notion revêt un aspect particulier du fait de l'étroit lien qui s'établissait entre des entreprises naissantes (et donc au besoin de capitaux non négligeables) et leurs financiers (cf. les établissements bancaires à proprement dit tels le Crédit Mobilier ou les investisseurs privés comme les Rothschild, d'Eichtal...). Pour s'en convaincre il n'est qu'à citer les arguments de Gerschenkron ⁵ relatif au retard industriel pour rendre compte de la place considérable des Großbanken allemandes dans le financement des investissements productifs. Une étroite collaboration banque-industrie était indispensable pour favoriser l'essor des entreprises germaniques facilité par une stabilité d'approvisionnement en capitaux.

³ se reporter en particulier à:

- Jensen M.C. et W.C. Meckling (1976) : "The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360

- Ross, S. (1973) : "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, May, p. 363-7

- Ross, S. (1977) : "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach" *Bell Journal of Economics*, 8, Spring, p. 23-40

- Ross, S. (1978) : "Some Notes on Financial Incentive Signalling Models, Activity Choice and Risk Preferences" *Journal of Finance*, XXXIII n° 43 June p. 777-794

⁴ Voir à ce sujet:

- Deshons, M. et X. Freixas (1987) : "The Rôle de la Garantie dans le Contrat de Prêt Bancaire" *Revue Finance*, Juin p.7-32

- Devinney, T.M. et H. Milde (1990) : "Agency Contracting and Inside Debt" *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, Juni, Vol 2

- Diamond, D. (1984) : "Financial Intermediation and Delegate Monitoring" *Review of Economic Studies* 51, p. 393-414

- Laffont, J.J. (1987) : "Le Risque Moral dans la Relation de Mandat" *Revue Economique*, n°41 Janvier p. 5-23

- Laffont, J.J. et X. Freixas (1988) : "Contrats Bancaires Optimaux" *Gremaq* Toulouse

⁵ Gerschenkron, A. (1962) : "*Economic Backwardness in Historical Perspective*" Cambridge, Harvard University Press

Qu'en est-il pour le Crédit Mobilier ? L'attitude des Péreire en ce qui concerne leur politique de crédit était tout à fait originale: dans bon nombre de cas, ils n'hésitaient pas à octroyer des provisions sans aucune contrepartie de garantie pour favoriser la croissance. Cette attitude risquée causera leur perte; leur engagement excessif dans la Compagnie Immobilière de Paris provoquera des difficultés de trésorerie telles qu'ils seront acculés à démissionner. Les Péreire en voulant soutenir la Compagnie Immobilière ⁶, dans laquelle ils avaient investi une grande partie de leur capital, coururent à leurs pertes. Ces pratiques en matière de financement d'entreprise ont porté ces banquiers à assumer au-delà du risque industriel, le risque moral des dirigeants d'entreprises auxquelles il portait ses concours, sans aucune protection. L'allocation de crédits aux entreprises dans lesquelles ils étaient impliqués sous forme d'actionnaire majoritaire prenait généralement la forme d'avances sans garantie qui permettaient aux entrepreneurs de réaliser leur projet d'investissement. L'appréciation des risques bancaires et financiers (en particulier le risque de contrepartie) était donc biaisée par une implication trop forte de l'organisme prêteur. Toutefois cette pratique peut se comprendre dans le contexte du XIX^{ème} siècle où toute l'infrastructure industrielle était à construire et où la rentabilité ne pourrait être appréciée que sur le très long terme. Pourtant, ces prises de risques excessives met en question le rôle de principal qu'aurait dû jouer le Crédit Mobilier: la volonté de puissance des dirigeants semble avoir pris le pas sur leur métier de banquier.

L'évaluation du pouvoir de contrôle d'une banque bien particulière, le Crédit Mobilier, renvoie à l'analyse des difficultés rencontrées par ses fondateurs relevant à la fois de leur gestion hasardeuse mais aussi d'une hostilité des financiers de l'époque, non préparés à ces nouvelles techniques bancaires. Les propositions de faire du Mobilier une banque d'émission provoquèrent le courroux des Régents de la Banque de France et de

⁶ La Compagnie Immobilière était constituée de trois sociétés. La première, fondée en décembre 1854, était la 'Société de l'Hôtel et des immeubles de la rue de Rivoli'. Son capital de 24 millions de francs était divisé en 240000 actions de 100 francs. E. et I. Péreires possédaient à l'origine 42 220 actions, le Crédit Mobilier en tant que tel 182 195. E. Péreire en était le Président.

En 1858, après une modification de ses statuts la compagnie fut rebaptisée 'Compagnie Immobilière de Paris'. En 1858 elle fusionna avec la 'Société des ports de Marseille'. Son capital passa à 1 500 000 francs. En 1863, un accord fut signé avec la 'Société de la rue Impériale de Marseille'.

Dès 1864 le Mobilier fut victime d'attaques spéculatives qui obligèrent les Péreires à s'engager dans investissements risqués. Leur soutien à la Compagnie Immobilière provoqua la banqueroute de leur établissement ainsi que leur perte.

toute la société financière. Leur grande idée, la création de l'omium en de faire du Mobilier une institution au service du financement de l'industrie leur sera toujours refusée.

Le Crédit Mobilier a joué un rôle important dans l'industrialisation française. Conformément aux pratiques des Großbanken, il ne s'engageait dans le financement d'une entreprise qu'à la condition d'obtenir un siège dans son Conseil d'Administration et d'en être l'actionnaire majoritaire. C'est ainsi qu'il finança la plupart des compagnies de Chemins de Fer de l'époque (le Midi, le Sud, l'Ouest, Orléans...) la Compagnie du Gaz, la Compagnie Transatlantique, la Compagnie Immobilière... Il aurait été raisonnable de s'attendre dans ce contexte à une fluctuation à la baisse des actions de ces mêmes compagnies lors de sa banqueroute en 1867. Or il n'en est rien. L'observation des cotations pour les entreprises affiliées ne fait apparaître aucune variation notable si ce n'est pour la Compagnie Immobilière fortement dépendante du Crédit Mobilier pour son financement. La faillite de la banque ne provoqua ni une crise financière (les prix des actions pour les entreprises affiliées ne subirent aucune fluctuation importante) ni une panique bancaire au niveau du système global. Aucun phénomène de propagation n'est à noter sur la période. Tout au contraire il semble que les investisseurs aient anticipés les problèmes de liquidité auxquels les Péreire allaient devoir faire face et qu'ils aient diversifiés très tôt leurs sources de financement (cf. 1864 pour la Compagnie Transatlantique). La question qui se pose est alors : quel est le moyen le plus efficace pour contrôler une firme: une association banque-entreprise ou une séparation permettant une plus grande autonomie pour les deux parties ? En d'autre termes une banque doit-elle choisir de superviser ces sociétés ou doit-elle se contenter d'octroyer ou pas des crédits pour le financement des projets productifs ?

La réponse à la question de l'avantage (désavantage) d'une association banque-firme dépendra substantiellement de trois facteurs:

- la proportion d'actifs détenus par la banque en particulier: les décisions prises en Conseil d'Administration sont-elles l'expression de la majorité ou (comme dans le cas des Péreire) reflètent-elles la volonté des fondateurs ? Ceci nous conduit à nous interroger sur la place réservée aux actionnaires lorsqu'une banque détient une grande partie des actifs. Le Crédit Mobilier illustre une situation extrême de limitation du rôle

des actionnaires. Toutefois, dans la majorité des cas le détenteur d'actions jouit d'un droit de regard sur la gestion de l'entreprise suffisant pour prévenir des situations similaires à celles rencontrées par les Péreire,

- les anticipations des financiers sur la rentabilité future de la firme; ceci est le reflet du point de vue du banquier dont l'objectif principal est de faire du profit,

- le pouvoir que la banque exerce sur le marché financier (cf. sa capacité à résoudre les imperfections du marché). Les banques allemandes s'inscrivent parfaitement dans cette dernière rubrique.

Une analyse comparative entre les cas français et allemand permet d'affiner l'analyse. Ce parallèle est d'autant plus justifié que le Crédit Mobilier fut le modèle des Großbanken allemandes qui, elles, exercèrent leur hégémonie sur une grande partie du tissu industriel. Toutefois leur mode de fonctionnement était tout à fait différent du cas français. En particulier les banques allemandes ne se contentaient pas de superviser les entreprises mais elles influençaient fortement leurs décisions stratégiques en matière d'investissement. Leur participation au Conseil d'Administration, l'attitude "très protectrice" de la Banque Centrale en cas de problèmes de liquidité leur permettait d'adopter une attitude de soutien très durable et très fiable aux entreprises qu'elles finançaient. Rien de comparable n'est à noter pour le Crédit Mobilier. Il semble au contraire que les entreprises aient su parfaitement utiliser cette institution comme source de liquidités et qu'elles aient diversifié leurs investisseurs dès les premiers signes de faiblesse.

Le dernier élément surprenant de cette étude est l'attitude passive des actionnaires du Crédit Mobilier. La distance hiérarchique entre les dirigeants de la banque et le petit actionnariat voire les employés peut en partie justifier la connaissance tardive des problèmes de la banque. Mais l'élément le plus important à prendre en considération est l'absence de transversalité. La banque est inscrite dans une économie de producteur. Ces lignes verticales structurent le fonctionnel et évoluent en relation et en dépendance de l'opérationnel et jamais de manière transversale. Ce cloisonnement freine la capacité d'adaptation et de révision des projets engagés. Ainsi les difficultés et leurs ampleurs ne

sont connues que lorsque leur présence est perturbante pour le bon fonctionnement de la banque.

Un autre argument est contredit dans le cas particulier des Péreire. Nombre d'auteurs (cf. Mehran (1995)) souligne que les compagnies dans lesquelles la rémunération des dirigeants est relativement sensible à leur performance (sous forme de détention d'actions et d'options sur actions) connaissent une performance significativement supérieure quelque soit la mesure de la performance. Le problème pour le Crédit mobilier et leurs compagnies est que les Péreire exerçaient le double rôle de banquier et souvent d'actionnaires majoritaires. Dans ce contexte la relation d'Agence est difficile à déterminer: qui est le mandant ? qui est le principal ? Il semble dans certains cas les deux rôles soient confondus. Cet état de chose a donc empêché les Péreire d'agir comme de réels banquiers (puisqu'ils étaient actionnaires et donc enclin à prendre d'avantage de risques) mais également comme de véritables actionnaires (dont l'objectif prioritaire est le profit et non le maintien sur le marché d'une institution financière novatrice!).

Dans le même ordre d'idée, la théorie économique affirme que les stocks options, en faisant directement dépendre les gains pécuniaires des dirigeants de la valeurs des actions devraient les inciter à maximiser la richesse des actionnaires. Si tel avait été le cas, les Péreire en tant qu'actionnaires de la compagnie Immobilière et banquier majoritaire de celle-ci auraient dû se désengager de cette société qui mettait en péril la poursuite des investissements dans les autres entreprises où le Mobilier était parti prenante.

Plus encore, bien qu'une situation précaire se soit fait sentir dès 1864 soit trois ans avant la faillite de l'établissement, l'attitude des actionnaires a été passive. Comment peut-on expliquer ce phénomène ? On peut avancer l'hypothèse selon laquelle le pouvoir des Péreire au sein de l'Assemblée des actionnaires était tel qu'il était impossible à quiconque de contrôler leur politique d'investissement. On peut néanmoins retourner cet argument et penser que ceci constituait un choix délibéré qui faciliterait l'éviction des dirigeants au moment opportun. Enfin cette absence de réaction des actionnaires pourrait en partie s'expliquer par l'importance des dividendes versés durant la période d'euphorie du Mobilier (1856-64). Si l'on se réfère à la citation initiale d' Henri Germain, les

actionnaires se comportèrent comme des moutons 'conscients'. Cet argument est renforcé par K. Paris qui précise:

" Les actionnaires pris à la magie du langage, des promesses et des revenus ne s'inquiétaient même plus des brusques soubresauts et des signes révélateurs qui atteignaient le cours des titres émis par la Société. Que leur importait une chute inattendue ? Quand le Crédit Mobilier tombait, c'était comme le ballon pour rebondir et s'élever plus haut ! Et la frénésie de la spéculation se maintenait aussi tumultueuse, aussi intense, aussi désordonnée. "6

L'ensemble de ces arguments fait ressortir la tendance des dirigeants au 'court termisme'. Tant que les Péréire ont été en mesure de verser des dividendes à leurs actionnaires et ne menaçaient pas leur pouvoir dans la société financière (cf. comme ce fut longtemps pour les Rothschild), le problème ne s'est pas posé. Comme aucune réelle politique bancaire et financière n'existait sur le long terme, les difficultés se sont faites sentir plus tardivement. Et en particulier avec la Compagnie Immobilière: lorsque l'activisme de nos banquiers s'est porté non plus en faveur des actionnaires mais simplement dans le but de sauver cette entreprise.

Conclusion

Les faillites bancaires se suivent et se ressemblent. Le cas du Crédit Mobilier a ceci d'original de mettre en exergue le difficile arbitrage entre le rôle de banquier et d'actionnaire dès lors qu'un établissement financier quel qu'il soit devient l'investisseur principal d'une entreprise. Il est donc possible de penser que, vingt ans après le Mobilier, les banques allemandes aient repris l'idée des Péréire de siéger au Conseil d'Administration des sociétés qu'elles finançaient, sans toutefois détenir la majorité des actions. Ceci leur permettait, sans l'ombre d'un doute, d'avoir une information interne sur les projets de leurs clients et donc de mieux en évaluer le risque. Mais cela leur laissait également une plus grande latitude pour exercer pleinement leur rôle de banquier en se retirant lorsque l'incertitude était telle qu'elle mettait en danger leur propre pérennité.

⁶ In 'Le Crédit Mobilier et ses actions' Paris (1867)

Que penser donc des Péreire ? Ont-ils été des visionnaires arrivés dans une société financière ancrée dans des principes trop déterminés et déterministes ? Ou ont-ils été de simples spéculateurs à un moment où leur pays entrait dans une importante révolution industrielle s'accompagnant de besoins en liquidités sans précédents ? Pour répondre à cette question, je rappellerai la citation suivante:

'J'ai le regret que ce mot, ce beau mot de spéculateur, ait été tellement détourné de son sens. Celui qui le mérite, c'est celui qui, d'un point élevé, regarde au loin, prévoit, calcule les voies de l'avenir, et d'un esprit fécond crée les hommes et les choses'⁷

La principale erreur des Péreire fut donc, selon moi, non d'avoir souvent privilégié le court terme au long terme mais de ne pas avoir suffisamment anticipé les risques du marché et d'avoir négligé le poids financier de leur partenaire de la première heure comme les Rothschild. L'isolement a eu raison de l'audace en matière de gestion bancaire.

⁷ Jules Mchelet, Histoire du XIX^e siècle

REFERENCES

- AGLIETTA, M. [1992] : " Comportement Bancaire et Risque de Système" Working Paper *CEPII*
- AOKI, M. (1984) : "*The cooperative game theory of the firm*" Oxford Clarendon
- AOKI, M. (1988) : "*Information, Incentive and Bargaining in the Japanese Economy*" Cambridge University Press
- ARROW, K. [1988] : "Agency and the Market" in *Handbook of Mathematical Economy*, vol III, Editors Kenneth J. Arrow, Michael D. Intriligator, p. 1183-1195
- BARNHAM, V. and O. LEFEVRE, (1990) : "Bank Loans Securitization with Asymmetric Information: A Principal-Agent Solution" *Working Paper Core Louvain La Neuve* 1990 Novembre, 9072
- BARON, D. and B. HOLMSTROM, (1980) : "The Investment Banking contract for New Issues under Asymmetric Information Delegation and the Incentives Problem" *Journal of Finance*, December, p.1115-1138
- BELLOC, B. [1984] : "Contrats Incitatifs en Stratégie Dominante et Placements Financiers avec Asymétrie d'Information" *Finance*, Vol 3
- BERNANKE, B. and M. GERTLER (1989) : " Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations" *American Economic Review*, LXXIX, p.14-31
- BERNHEIM, D. and M. WHINSTON, (1985) : "Common Marketing Agency as a Device for facilitating Collusion" *Rand Journal of Economics*, 16 (2), p. 269-281
- BERNHEIM, D. and M. WHINSTON, (1986) : "Common Agency" *Econometrica*, 54 (4), p.923-943
- DESHONS, M. et X. FREIXAS, [1987] : "Le Rôle de la Garantie dans le Contrat de Prêt Bancaire", *Revue Finance*, Juin, p 7-32
- DEVINNEY, T.M. and H. MILDE (1990) : "Agency Contracting and Inside Debt" *Schweizerische Zeitschrift fur Volkswirtschaft und Statistik*, Juni, 12, p. 97-111
- FREIXAS, X. [1986] : "Contrats de Dettes en Information Imparfait" Toulouse, Working Paper *GREMAQ* Juillet
- GJESDAL, F. (1982) : "Information and Incentives: The Agency Information Problem" *Review of Economic Studies*, 49 (3) July, p. 373-90
- GREMAQ, A. [1987]: "*Dynamique, Information Incomplète et Stratégie Industrielle*" *Economica*
- GUESNERIE, R. and J.J. LAFFONT (1984) : "A complete Solution to a Class of Principal-Agent problems with an Application to the control of a Self Managed Firm" *Journal of Public Economics*, 25, p. 329-369
- HAMON, J. et J.F.MALECOT [1983] : "Contraintes Financières et Demande d'Investissement des Entreprises" *Revue Economique*, Septembre, p 61-103
- HAMON, J. and J.F.MALECOT (1983) : "Contraintes Financières et Demande d'Investissement des Entreprises" *Revue Economique*, Septembre, p. 61-103
- HARSANYI, J.C. [1967] : "Games with Incomplete Information played by Bayesian Players", *Management Science*, 14, p. 320-334
- HARSANYI, J.C. [1968] : "Games with Incomplete Information played by Bayesian Players", *Management Science*, 14, p. 486-502
- JACQUILLAT, B. and M. LEVASSEUR [1984] : "Signaux, Mandats et Gestions Financiere : une Synthèse de la Litterature" *Finance*, 5, p31-63

- JENSEN, M.C. and W.C. MECKLING (1976) : "The Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360
- LAFFONT, J.J. (1987) : "Le Risque Moral dans la Relation de Mandat", *Revue Economique*, 41, Janvier, p. 5-23
- LAFFONT, J.J. [1987] : "Le risque moral dans la relation de mandat", *Revue Economique*, n.1, Novembre p. 5-23
- LAFFONT, J.J. and X. FREIXAS (1988) : "Contrats Bancaires Optimaux", *GREMAQ Toulouse*
- LAMBERT, R. [1983] : "Long Term Contracts and Moral hazard", *Bell Journal of Economics*, 14, Autumn N.2, p 441-452
- LELAND, H.E. and D.H. PYLE, (1977) : "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32 (2), May, p. 381-7
- MAYER, C. (1988) : "New Issues in Corporate Finance" *European Economic Review*, 32 p. 1167-1188
- MEHRAN, H. (1995) : "Executive Compensation Structure Ownership and Firm Performance" *Journal of Financial Economics*, Vol 38 n° 2 June, p. 163-85
- MODIGLIANI, F. and M. MILLER (1958) : "The Cost of Capital Corporate Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, June p. 267-297
- MYERS, S. and N. MAJLHUF (1984) : "Corporate Financing and Investment Decisions when firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics* p.187-221
- MYERS, S.C. (1977) : "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 49, p. 993-1007
- NELSON, J. (1990) : "Principals and Agents Does the Assignment of Information Matter?" *Economic Letters*, 23, p. 223-227
- ROSS, S. [1973] : "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem" *American Economic Review*, May, p. 363-7
- ROSS, S. [1977] : "The Determination on Financial Structure: The Incentive Signalling Approach" *Bell Journal of Economics*, 8, Spring p. 23-40
- SHAVELL, S. (1979) : "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *Bell Journal of Economics*, 10, Spring, p. 55-73
- STOLE, L.A. (1990) : "Mechanism Design under Common Agency", *Mimeo, MIT* November Unpublished