



LA CRISE FINANCIÈRE : ASPECTS JURIDIQUES

CONFÉRENCE ASSOCIATION DROIT ET COMMERCE

TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS - 25 MAI 2009

PAR ARLETTE MARTIN-SERF*

Introduction

On voit toujours mieux avec du recul. La crise financière remonte à plus de deux ans, ses causes, ses conséquences et rebondissements sont apparus progressivement. Il est maintenant incontesté que la cause première était économique : un excès de liquidité monétaire aux Etats-Unis créé par une politique monétaire trop souple de la Fed qui, en faisant considérablement baisser les taux d'intérêt après les attentats du 11 septembre 2001 – le taux des fonds fédéraux est même tombé à 1% en 2003 – a poussé les ménages et les entreprises à emprunter plus que de raison. La mondialisation a entraîné une globalisation des conséquences financières, boursières et économiques avec la plus grave crise économique depuis la dernière guerre. La débâcle financière aurait en effet miné l' "économie réelle" – selon l'expression consacrée mais vide de sens – une économie réelle présentée comme vertueuse qui subirait une dégradation, entraînant elle-même une crise sociale dont les salariés seraient les innocentes victimes par ricochet. Tel est le schéma que la pensée dominante en économie présente actuellement pour résumer l'enchaînement tragique des événements qui se sont succédé depuis maintenant deux ans. Beaucoup s'évertuent également à comparer l'ampleur et l'intensité de la crise actuelle avec celle de 1929, pour en tirer des enseignements, donner des leçons de capitalisme éthique, et suggérer des traitements de choc, de nouveaux accords de Bretton Woods, une refondation du capitalisme, une nouvelle régulation et une supervision financières à l'échelle planétaire, et j'en passe.

Entre ces deux phénomènes, ces deux extrémités qui relèvent de la macroéconomie, se sont intercalés des phénomènes politiques. Des choix politiques comme celui fait par les autorités de Washington de ne pas sauver Lehman Brothers – dont la faillite en septembre 2008 a joué le rôle de détonateur dans l'explosion

* Arlette Martin-Serf est Professeur à l'Université de Bourgogne et Vice-Président de l'Association Droit et Commerce devant laquelle elle a prononcé le texte ici publié.

du système financier occidental et provoqué l'effondrement des bourses du monde entier- ou en sens inverse la tempête politique soulevée en mars 2009 par le sauvetage de l'assureur américain AIG⁽¹⁾, des réponses politiques comme les multiples plans adoptés Etat par Etat, parcellaires, sectoriels, limités dans le temps et dans l'espace et engageant des milliers de milliards de dollars ou d'euros⁽²⁾, ou comme les déclarations successives des G3, G5, G7, G8 ou G20, influent sur le déroulement de la crise financière. Ces solutions ou déclarations politiques reflètent les dogmes de chacun : l'attachement au dogme libéral qui fait confiance au marché continue d'être l'apanage des anglo-saxons, qui privilégient les remèdes économiques, le "soft law" et des mécanismes incitatifs plutôt que coercitifs, alors que les pays de tradition romano-germanique veulent plus d'Etat, plus de réglementation, plus de régulation, à tous les niveaux. Et l'accouchement de nouvelles règles du jeu mondiales supposera in fine des abandons de souveraineté que de nombreux Etats ne sont pas prêts à accepter, et je ne parle pas des paradis bancaires et fiscaux !

Certaines répercussions politiques ou politiciennes sont également préoccupantes, alimentées par quelques scandales retentissants, y compris en France: des poussées de nationalisme, de populisme, de protectionnisme, la recherche de boucs émissaires comme les dirigeants d'établissements bancaires, les traders, les agences de notation, les rehausseurs de crédit, les hedge funds, les paradis fiscaux ou les règles comptables.

Des analyses multiples et croisées sont donc indispensables pour comprendre et décrypter les causes et les effets de cette crise financière. Nous allons nous concentrer ici et maintenant sur les aspects juridiques les plus marquants, en reprenant le schéma causes-conséquences.

I. Causes juridiques de la crise financière

A. Financiarisation excessive du crédit et crise des "subprimes"

a) Tout est parti des crédits hypothécaires américains à haut risque, les "sub-prime mortgages", type de crédit immobilier utilisé dans les pays anglo-saxons, à côté des prêts classiques (prime)⁽³⁾.

Jusqu'en 2006 le marché immobilier a été très porteur aux Etats-Unis, dynamisé par une augmentation des prix de 15 à 18% par an. En 2003, les établissements de crédit ont commencé à accorder des prêts à taux variables⁽⁴⁾ – censés compenser les risques de défaillance – à des millions de ménages non solvables⁽⁵⁾, à partir d'un taux très bas de l'ordre de 1%.

La remontée des taux d'intérêt (5, 23% pour le taux de base en 2006), combinée à la baisse des prix de l'immobilier⁽⁶⁾, a enclenché l'engrenage, début 2007. Pris de court, les particuliers surendettés ne peuvent plus rembourser les banques, les défauts de paiement se multiplient, et le monde de la finance découvre le piège dans lequel il s'est lui-même enfermé : celui du "subprime". Les saisies immobilières se multiplient, les prix s'effondrent, les maisons vidées, mises aux enchères, ne

valent plus rien. Les banques américaines ont ainsi récupéré des millions de maisons, invendables, qu'elles essaient de louer faute de mieux.

L'organisme de refinancement de prêts hypothécaires American Home Mortgage, dans l'impossibilité de rembourser plus de 300 millions de dollars d'échéances arrivées à terme, l'annonçait en août 2007 et licenciait la quasi-totalité de ses 7000 salariés.

Les banques américaines relevèrent leurs provisions pour créances immobilières douteuses de dizaines de milliards de dollars.

b) Dissémination internationale des “subprimes” transformés en titres financiers, produits dérivés des prêts immobiliers à risque par la technique de la titrisation⁽⁷⁾

L'opinion découvre en août 2007 le deuxième étage de la fusée “subprime” : les produits titrisés, qui permettent aux banques de compacter leurs créances, de les sortir de leur bilan et de les revendre à des investisseurs comme les fonds. Le recours quasi automatique des banques à des solutions d'externalisation du risque a ainsi créé un vrai marché du transfert du risque par le biais des dérivés de crédit et de la titrisation⁽⁸⁾.

Les agences de notation avaient fait la promotion de ces produits à haut rendement en les notant AAA, accélérant leur propagation dans les portefeuilles des établissements financiers⁽⁹⁾, d'où l'emballement de la crise financière. La titrisation, en supprimant la traçabilité des créances et en allongeant les chaînes de transaction, joue l'effet d'un poison qui se diffuse sans limite. Les créances hypothécaires irrécouvrables, devenues des déchets financiers toxiques incorporés dans des produits dérivés⁽¹⁰⁾ qui devenaient eux-mêmes des actifs toxiques, se sont trouvées fractionnées et disséminées dans le monde entier, emportant le système bancaire mondial dans une spirale de dépréciations d'actifs.

c) Effet amplificateur de la notion de “juste valeur” imposée par les normes comptables IFRS

Aujourd'hui des voix s'élèvent pour remettre en cause l'évaluation à la valeur de marché (“*mark to market*”) du portefeuille de trading des banques, telle qu'imposée par les normes comptables IFRS. Cette représentation comptable aurait selon certains contribué à accélérer la crise financière, voire à la déclencher, en dégradant exagérément les résultats des banques, obligeant ces dernières à de nouvelles cessions d'actifs. En effet, trimestre après trimestre, en vertu des normes comptables IFRS, les banques ont dû revoir à la baisse dans leurs bilans la valeur des actifs comportant du “subprime” et passer des provisions considérables. A la fin du 1^{er} semestre 2008, la dépréciation totale était déjà estimée à 400 milliards de dollars à travers le monde. La valeur de marché subit une décote très importante en raison de l'illiquidité ou de l'inexistence du marché des instruments financiers (actions, titres de créances, produits dérivés, etc.), tandis que leur valeur “économique” reste identique.

B. Défaillance des contrôles tant internes qu'externes

La supervision des établissements bancaires est une prérogative nationale, et il n'existe pas de régulateur supranational⁽¹¹⁾.

En 1999, le Gramm-Leach-Bliley Act a abrogé aux Etats-Unis le Glass-Steagall Act de 1933 qui avait imposé la séparation légale des banques commerciales qui reçoivent les dépôts et des banques d'investissement qui garantissent les placements de titres en Bourse⁽¹²⁾.

L'échec de la Securities and Exchange Commission (SEC), créée en 1934 et doyenne des autorités de régulation des marchés financiers, a remis en question le modèle international de surveillance des marchés et des banques d'investissement.

L'absence aux Etats-Unis de garde-fous tels que le concept de TEG, d'obligation de mise en garde et plus généralement de jurisprudence régulatrice en matière de responsabilité bancaire a aggravé le phénomène de la prise de risques par les emprunteurs.

Les banques centrales nationales ont été impuissantes à prédire et prévenir la crise des "subprimes", n'ont pas vu les risques portés par les banques qu'elles supervisaient⁽¹³⁾. Pire, la Federal Reserve a une grosse part de responsabilité dans cette crise en raison de sa politique de taux directeur avant le krach immobilier aux Etats-Unis.

C. Crise boursière concomitante à la crise bancaire

L'onde de choc propageant tous ces actifs toxiques dans les circuits financiers s'est accompagnée presque immédiatement – dès août 2007 – d'une onde de choc boursière facile à expliquer.

a) Ventes massives de titres,

D'abord par les gros investisseurs, les banques, les compagnies d'assurances, les fonds spéculatifs, touchés par la crise du subprime et qui avaient besoin de compenser leurs pertes et de reconstituer de la trésorerie en vendant leurs portefeuilles de titres. Leur ratio de solvabilité insuffisant oblige les banques à céder les actions qu'elles ont en portefeuille, ce qui accentue le krach boursier. Ensuite vinrent les ventes alimentées par la crainte de voir les valeurs baisser par un mouvement général. Les petits porteurs ont intensifié le mouvement, notamment en Europe, en se reportant sur des produits plus liquides et moins risqués (comptes à terme, livrets d'épargne réglementés) au détriment des OPCVM et de l'assurance-vie investie en actions.

b) Effondrement de la capitalisation boursière des banques⁽¹⁴⁾ et des gros investisseurs

Les banques ont fait les premières les frais de la chute des cours de bourse. Jugées sous-capitalisées et submergées par les pertes avérées et potentielles, elles

voient leurs titres s'effondrer. Dès août 2007 les places boursières chutent, et la chute des cours s'est répercutée directement et immédiatement sur les actifs des grands investisseurs, notamment les fonds de pension. La volatilité des marchés financiers n'a plus cessé depuis, les cours de bourse sont totalement déconnectés de la valeur et du potentiel économique des sociétés cotées, et les entreprises de marché elles-mêmes connaissent des difficultés sans précédent.

Mais entendons-nous bien : si le système financier a deux composantes principales, le secteur bancaire et le marché boursier, la crise financière actuelle est une crise des banques, pas des marchés de titres. Contrairement à la crise de 1929, la spéculation ne s'est pas produite à la Bourse, mais dans les banques. Cela dit, l'interconnexion est telle que lorsqu'un secteur est sinistré, l'autre l'est immédiatement.

II. Conséquences juridiques de la crise financière

A. Conséquences de la crise financière sur les banques elles-mêmes

a) Crise de liquidité, crise du crédit et crise de confiance des banques entre elles

1) Blocage du marché interbancaire : le "credit crunch"

A partir du moment où le "sous-jacent" (les créances résultant des prêts hypothécaires "subprime") n'est pas liquide, tous les instruments créés en chaîne pour le refinancer sont atteints de la même "illiquidité". Les porteurs de ces titres ne trouvent plus d'acheteurs sur le marché, sauf à accepter des décotes très importantes.

Or en période normale, pour fonctionner et distribuer du crédit, les banques s'échangent des liquidités en fonction de leurs besoins respectifs, au sein du marché interbancaire. Mais les banques, soit parce qu'elles se défient des autres établissements éventuellement touchés par la crise, soit parce qu'elles ont besoin elles-mêmes de liquidités, ne se prêtent plus d'argent, même à court terme, et suspendent net leurs opérations de refinancement.

2) Les banques centrales, réputées insubmersibles, doivent intervenir massivement.

Dès le mois d'août 2007 pour faire face à la crise de liquidité, la BCE la première met en deux jours 150 milliards d'euros sur le marché. Ben Bernanke lui emboîte le pas pour 62 milliards de dollars, avant d'être suivi par les banques centrales des grands pays industrialisés. Pour "faire de la monnaie" aux banques, les banques centrales leur achètent toutes sortes de titres de créance et prennent en portefeuille des actifs de moins en moins bonne qualité⁽¹⁵⁾.

3) Garantie des Etats sur les actifs et les dettes bancaires, c'est-à-dire garantie du marché interbancaire.

Pour retenir les clients titulaires de comptes de dépôt et éviter les effets de panique, de nombreux Etats ont choisi de relever unilatéralement le niveau de garantie des dépôts des clients⁽¹⁶⁾.

La modification de la directive n°94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts par la directive n°2009/14/CE du 11 mars 2009⁽¹⁷⁾ constitue une réponse européenne à ce problème de perte de confiance des déposants. Le niveau minimal de garantie initialement fixé à 20000 euros est porté à 50000 euros, cette mesure devant entrer en vigueur au plus tard le 30 juin 2009 dans les Etats membres⁽¹⁸⁾.

4) Montée en puissance des fonds souverains pour prêter des liquidités aux banques ou entrer à leur capital.

Les fonds souverains, qui sont officiellement des institutions financières publiques, apparaissent comme les investisseurs de la dernière chance pour des banques au bord de la faillite, ou comme des envahisseurs. Leur puissance financière colossale⁽¹⁹⁾ en fait les nouvelles vedettes de la finance, où ils supplantent les hedge funds et autres fonds d'investissement. Ils prennent de plus en plus souvent la place des banques centrales dans leur rôle de prêteurs internationaux de dernier ressort. Les 40 fonds souverains dûment répertoriés, entités juridiques bien identifiées, se sont constitués à partir d'excédents budgétaires ou des recettes liées à l'exportation de matières premières comme le pétrole⁽²⁰⁾.

5) Crise des cartes de crédit.

Les émetteurs de cartes de crédit subissent des retards de remboursement par les clients. Par exemple American Express a passé en automne 2008 une provision de plus d'un milliard de dollars pour créances douteuses, jugée très insuffisante par les analystes.

b) Restructurations bancaires de toutes sortes

1) Procédés techniques de sauvetage des banques par les pouvoirs publics : la multi-thérapie bancaire de crise

Pendant que les banques centrales se chargeaient des problèmes de liquidité, les gouvernements ont dû affronter les problèmes d'insolvabilité des banques. La solution de la faillite ayant été écartée par principe à cause de son effet domino⁽²¹⁾, sauf le cas désastreux de Lehmann Brothers en septembre 2008⁽²²⁾, les Etats sont intervenus et ont utilisé des fonds publics, c'est-à-dire l'argent des contribuables.

Grands plans sectoriels

Le premier plan britannique a frappé les esprits, le plan Paulson voté à l'arraché aux Etats-Unis aussi⁽²³⁾. Chaque Etat y va de son plan : apports massifs en capital pour

fournir des fonds propres et relever le ratio de solvabilité, garanties des prêts interbancaires et des emprunts des banques, amélioration du système de garantie des dépôts...

Nationalisations de crise, totales ou partielles, des banques proches de la faillite.

Deux procédés sont utilisés, et ces mesures étatiques ont été autorisées par des lois : soit la nationalisation pure et simple équivalente à une expropriation des actionnaires, soit une augmentation de capital avec émission d'actions nouvelles réservées à l'Etat.

La nationalisation à 100% au Royaume-Uni de Northern Rock en février 2008 et de Bradford & Bingley en septembre 2008 avait fait grand bruit⁽²⁴⁾, puis ce fut le tour en octobre 2008 de Royal Bank of Scotland.⁽²⁵⁾

La triple nationalisation de Dexia en octobre 2008 par les Etats belge, français et luxembourgeois⁽²⁶⁾ empêcha sa faillite in extremis. L'Islande, ce pays lui-même au bord de la faillite, a nationalisé plusieurs banques en octobre 2008⁽²⁷⁾.

L'Autriche a nationalisé sa première banque le 3 novembre 2008 ; les Pays-Bas, l'Irlande ont nationalisé des banques voire des pans entiers de leur industrie pour éviter les faillites.

Même les Etats-Unis doivent se résoudre à des interventions publiques d'envergure dans des banques privées. Le 7 septembre 2008, le Secrétaire au Trésor Henry Paulson annonce la mise sous tutelle de Fanny Mae (Federal National Mortgage Association) et de Freddy Mac (Federal Home Mortgage Corporation), les deux piliers du financement immobilier américain qui étaient en train de s'effondrer⁽²⁸⁾. Le 16 septembre 2008 ce sera le tour d'AIG, premier assureur américain, de passer sous le contrôle provisoire de l'Etat⁽²⁹⁾. Puis le géant Citigroup fait l'objet d'une recapitalisation massive⁽³⁰⁾.

Il faut surtout comprendre l'enjeu et la portée de ces nationalisations totales ou partielles.

L'entrée des Etats dans le capital des banques est destinée à rester temporaire, elle n'a rien à voir avec les nationalisations classiques portées par une idéologie dirigiste. Les Etats ne tiennent pas à investir à long terme dans les établissements bancaires ou d'assurances pour aboutir à l'étatisation de la finance. Leur perspective capitaliste est à court terme, et leur objectif immédiat est de réamorcer la pompe du crédit, pour permettre à la machine économique de recommencer à créer des richesses, pour pouvoir un jour céder sur le marché leurs participations avec une plus-value. Voilà pourquoi ils reçoivent des actions de préférence généralement sans droit de vote – pour ne pas diluer les actionnaires – plutôt que des actions ordinaires, au moins dans un premier temps.⁽³¹⁾

Reste le problème de l'absence de dédommagement des actionnaires obligés de céder leurs titres à l'Etat, notamment au Royaume-Uni. Certes une rétrocession des titres sur le marché est prévue après la crise, mais cela ne veut pas dire une restitution aux actionnaires dépossédés autoritairement de leurs titres.

2) Recapitalisations par appel à des investisseurs traditionnels.

La baisse de valeur des actifs entraîne celle des capitaux propres des établissements financiers. Or, comme le niveau des crédits accordés dépend des capitaux propres, les banques ont dû opérer des recapitalisations massives.

Les fonds souverains de pays émergents en ont souvent profité pour prendre des positions fortes au capital des plus prestigieux établissements, surtout américains⁽³²⁾.

En France, Société Générale (pour 5,5 milliards d'euros), Crédit agricole (5,9 milliards d'euros), Natixis (3,7 milliards d'euros) ont procédé à des levées de fonds. A défaut de lancer des augmentations de capital en bonne et due forme, les banques ont trouvé des chemins de traverse auprès des investisseurs. Des banques italiennes, anglo-saxonnes et espagnoles, et en France le Crédit agricole ont proposé aux investisseurs de racheter, avec une certaine décote, des titres entrant dans le calcul de leurs fonds propres complémentaires ("*upper Tier 2*").

3) Defeasance ou "*bad bank*"

Les nombreux cas de crise bancaire le montrent, la création d'une structure de cantonnement réceptacle d'actifs ou de créances à problème a déjà concerné plusieurs pays. La trousse à outils du sauveteur bancaire comporte la "*defeasance*" ou "*bad bank*". L'idée est simple à comprendre et séduisante : dans le cas où les mauvaises créances peuvent être bien isolées, le mécanisme permet aux banques de poursuivre leurs activités en débarrassant leur bilan d'actifs réputés pourris ou toxiques⁽³³⁾, dans l'optique de les revendre à terme⁽³⁴⁾. La "*bad bank*" peut être créée à l'intérieur même de la banque – c'est ce qui a été fait pour UBS et Citigroup – ou prise en charge par l'Etat.

Une première structure de defeasance mise en place en 2007 par Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine, avait permis de racheter 30 milliards de dollars d'actifs pourris de la Bear Stearns pour lui éviter la faillite.

Encore plus spectaculaire, le 20 septembre 2008 une structure de defeasance géante, un fonds de 700 milliards de dollars créé à l'initiative du gouvernement (le TARP) était à même de reprendre tous les actifs pourris des banques⁽³⁵⁾.

Natixis, confrontée à des pertes historiques et dont le montant des actifs à risques avoisinait les 70 milliards d'euros, en a déjà logé 19 milliards en janvier 2009 dans une structure de cantonnement.

La banque suisse UBS a bénéficié en février 2009 d'une reprise d'actifs toxiques par la Banque nationale suisse.

En avril 2009, le ministre irlandais des finances a annoncé la création d'une société de defeasance destinée à racheter les actifs douteux des banques à hauteur de 90 milliards d'euros.

4) La crise a accéléré la concentration bancaire aux Etats-Unis et en Europe, par une multiplication des fusions-acquisitions

Merrill Lynch s'est vendu 50 milliards de dollars à Bank of America le 15 septembre 2008 ; Bank of America a pris le contrôle de Countrywide, premier acteur du crédit immobilier.

Bear Stearns au bord de la faillite en mars 2008 a été rachetée in extremis par JPMorgan Chase, qui racheta en catastrophe en septembre 2008 Washington Mutual (WaMu), la plus grosse caisse d'épargne des Etats-Unis⁽³⁶⁾.

Wachovia fut rachetée fin septembre 2008 par Citigroup.

National City, basée à Cleveland dans d'Ohio, a été rachetée pour 5,2 milliards de dollars par la banque de Pittsburgh, PNC Financial.

Après sa mise en faillite, Lehmann Brothers a suscité l'intérêt de certains repreneurs : la banque britannique Barclays a repris les activités américaines pour moins de 2 milliards de dollars.

La banque britannique Lloyds, en septembre 2008, a racheté dans l'urgence HBOS, banque écossaise fragilisée par son statut de premier prêteur hypothécaire, pour 15 milliards d'euros.

La banque espagnole Santander a procédé à 3 acquisitions de juillet à octobre 2008 : après avoir acquis à bas prix le britannique Alliance & Leicester, elle a répondu à l'appel au secours du gouvernement anglais pour reprendre le réseau de Bradford & Bingley, une banque qui avait été nationalisée en septembre, avant de prendre le contrôle de Sovereign Bancorp., une banque basée à Philadelphie opérant dans tout le nord-est des Etats-Unis.

Du côté français, le Crédit Mutuel a mis la main sur la filiale de Citigroup en Allemagne (Citibank Allemagne) et sur Cofidis, deux acquisitions qui l'ont hissé au 4^e rang européen dans le crédit à la consommation.

Et comment ne pas évoquer l'interminable feuilleton politico-judiciaire franco-belge de l'acquisition de la banque belgo-néerlandaise Fortis par BNP Paribas, une opération censée donner naissance à la plus grande banque de dépôt de la zone euro, et qui déroule d'innombrables péripéties depuis octobre 2008 ?⁽³⁷⁾

Quant à la fusion Caisse d'Epargne-Banque Populaire, si le projet remonte à 2006, date de la création par les deux groupes mutualistes de leur filiale commune Natixis, il a été réactivé par la crise financière, sous la pression de l'Etat français qui en profiterait pour prendre une participation de 15 à 20% dans la nouvelle structure.⁽³⁸⁾

La concentration des banques privées s'est également amorcée en Allemagne : la Deutsche Bank s'est ouvert la porte de la Postbank, tandis que la Commerzbank a racheté la Dresdner Bank en décembre 2008.⁽³⁹⁾

Ce phénomène de restructuration du secteur n'est pas anodin : il met en place dans tous les pays des sortes d'oligopoles bancaires plus ou moins contrôlés par les Etats, ce qui va influencer pour longtemps sur le jeu de la concurrence.

B. Conséquences de la crise financière sur les systèmes juridiques

Des positions paradoxales concernant les règles de droit sont affichées par les acteurs politiques et économiques.

Des incantations pour obtenir plus de droit contraignant, plus d'Etat, plus de réglementation, plus de régulation, plus de conventions internationales, un nouveau New Deal, de nouveaux accords de Bretton Woods, un nouveau Glass-Steagall Act...

Cela n'empêche pas ces mêmes acteurs de réclamer ou d'encourager la violation ou le contournement de règles de droit existantes comme le droit communautaire de la concurrence, le pacte de stabilité et les critères du traité de Maastricht, les règles encadrant les aides d'Etat, ou même les grands principes du droit des sociétés.

a) Distorsions de concurrence et avantages compétitifs indus

Les interventions sectorielles des Etats, les plans de recapitalisation ou de sauvegarde des établissements financiers s'affranchissent des règles du droit de la concurrence, au détriment des banques bien portantes et bien gérées qui n'ont pas été aidées ni recapitalisées. Sur le plan du droit communautaire, la commissaire à la concurrence Neelie Kroes avait bloqué, fin novembre 2008, le plan de recapitalisation de plus de 10 milliards d'euros décidé par l'Etat français au profit des banques⁽⁴⁰⁾, au motif que cette aide d'Etat faussait la concurrence. Plusieurs autres pays dont l'Allemagne, la Suède, les Pays-Bas, la Finlande ou l'Italie se sont plaints des obstacles dressés par la Commission⁽⁴¹⁾. Mais face à la mobilisation orchestrée par la présidence française de l'Union, Neelie Kroes dut assouplir considérablement sa doctrine pour accepter les plans d'aide à des banques saines⁽⁴²⁾. Mais elle revient maintenant à la charge pour demander des comptes, étant donné que le droit communautaire prévoit qu'au bout d'un semestre une aide d'Etat soit remboursée ou qu'elle donne lieu à restructuration⁽⁴³⁾. Tout le secteur financier a de quoi s'inquiéter de cette nouvelle donne. Les assureurs européens sont de plus en plus inquiets depuis qu'AIG, ING ou le néerlandais Aegon ont bénéficié d'aides publiques. L'Etat belge a recapitalisé le bancassureur KBC en octobre 2008, l'Etat néerlandais a renforcé le capital d'ING à la même époque.

Ils prétendent que les aides publiques permettent à certains bancassureurs de mener des politiques tarifaires très agressives.

b) Explosion des déficits budgétaires et des critères de Maastricht

Il n'y a pas que les règles du droit de la concurrence qui soient malmenées par les prétendus remèdes à la crise financière. Les plans de sauvetage des banques – avant que les plans de relance économique n'accentuent encore les dérives budgétaires – creusent les déficits publics dans la mesure où ils sont financés par l'emprunt. Or les risques ne sont pas minces. Les Etats pourraient éprouver eux-mêmes des difficultés de financement si les investisseurs méfiants se détournent des emprunts d'Etat⁽⁴⁴⁾ : il est instructif de comparer les signatures financières des différents Etats, dont la notation explique le spread, c'est-à-dire l'écart entre les taux proposés par les marchés aux différents Etats⁽⁴⁵⁾.

En Europe dans la zone euro, le traité de Maastricht et le pacte de stabilité imposent de ne pas dépasser un déficit de 3% du PIB et une dette publique de 60% du PIB. Le 27 avril 2009, les autorités communautaires ont lancé officiellement contre la France, l'Espagne, l'Irlande et la Grèce la procédure de “*déficit public excessif*” prévue par les articles 104-7, 104-8 et 104-9 du traité de Maastricht, avec son cortège de sanctions : mises en demeure, injonctions, amendes, et au pire la mise sous tutelle, l'humiliation suprême pour un Etat.

Prenons l'exemple de la France. En février 2009, le plan de sauvetage bancaire a été présenté par les politiques comme une très bonne affaire pour l'Etat : ce plan de 10,5 milliards d'euros devait rapporter 9%. Or l'Etat a prêté une dizaine de milliards d'euros à une demi-douzaine de banques avec des titres supersubordonnés à durée indéterminée (TSSDI)⁽⁴⁶⁾. Le problème est que l'Etat n'ayant aucun excédent à placer doit emprunter cet argent. Sachant que les TSSDI rapportent 7,5% et non

pas 9% et que l'Etat se refinance à environ 3%, le profit pour l'Etat tourne autour de 450 millions seulement. Et cela pourrait être moins. BNP Paribas est repassé au guichet en troquant ses 2,55 milliards d'euros de TSSDI contre 5,1 milliards d'euros en actions de préférence, une formule moins coûteuse pour la banque et moins rémunératrice pour l'Etat qui se retrouve depuis le mois d'avril 2009 actionnaire à 17% de BNP Paribas.

Résultat : en plus des pertes de recettes fiscales pour cause de ralentissement économique, la dette publique sera de 75% du PIB en 2009 et s'approchera des 80% en 2010, ce qui arithmétiquement fera que la seule charge annuelle de la dette serait de l'ordre de 55 milliards, ce qui correspond à 3% du PIB : autrement dit la charge de la dette accumulée nous mettrait à elle seule sur la ligne rouge du déficit autorisé par les critères de Maastricht, à supposer même que le reste du budget soit en équilibre.

c) Incidences sur le droit des sociétés : l'empiètement de l'Etat sur les pouvoirs des organes sociaux en contrepartie de son aide exceptionnelle

Le droit des sociétés n'échappe pas à la tourmente, il se trouve revisité par les pouvoirs publics, qui malmènent les pouvoirs des organes sociaux comme contrepartie des aides ou participations publiques.

La crise financière a exacerbé la sensibilité aux inégalités ou à des pratiques jugées scandaleuses au sein des banques, dont la rémunération des dirigeants et des actionnaires a fait polémique.

1) Partage des bénéfices.

Les termes du débat sont connus : quand un Etat prête des milliards aux banques, c'est pour réalimenter les circuits du crédit aux entreprises et non pour voir cet argent tomber dans les poches des actionnaires des banques ; toutefois sacrifier totalement les actionnaires est contre-productif, ne serait-ce que parce que les banques auront besoin d'eux à l'occasion d'une prochaine augmentation de capital.

Tant que l'Etat n'est pas entré au capital d'un établissement bancaire, il n'a juridiquement pas les moyens de peser sur la politique de dividendes⁽⁴⁷⁾. C'est le conseil d'administration qui, une fois arrêtés les comptes de l'année et en cas de bénéfices, propose aux actionnaires le montant du dividende. Mais les pouvoirs publics sont en position de force, et s'appuient sur l'opinion publique pour diaboliser les dividendes et pousser à y renoncer. Une solution de compromis consisterait à payer les dividendes en actions, avec le mérite de rémunérer les actionnaires tout en renforçant les fonds propres à des conditions économiques. Mais une banque ne peut imposer à ses actionnaires un dividende en actions : elle doit leur laisser le choix entre numéraire et actions. Et il est probable que beaucoup de petits porteurs, qui ont vu leurs actions bancaires fondre en moyenne de 60% depuis le début de la crise, préféreront toucher du "cash".

2) Rémunérations des dirigeants.

Les données sont à peu près les mêmes que pour la politique des dividendes. L'Etat n'est pas décideur en matière de rémunération des dirigeants sociaux, et ne peut passer que par la voie législative ou réglementaire.

Les Etats-Unis ont assorti les gigantesques aides publiques aux banques de limites drastiques à la rémunération des dirigeants et à une taxation des bonus à 90%. Mais ces incursions dans le fonctionnement interne des banques ont été tellement mal supportées que les dirigeants font tout, actuellement, pour se délier de ces obligations, en s'employant à rendre les fonds reçus du TARP (Troubled Assets Relief Program). Goldman Sachs a été le premier à se libérer ainsi de l'emprise des pouvoirs publics en avril 2009 grâce à une augmentation de capital de cinq milliards de dollars pour rembourser les 10 milliards de fonds publics reçus en octobre 2008⁽⁴⁸⁾. C'est en apparence une bonne nouvelle, mais c'est surtout très symbolique du désir de retour au système bancaire "d'avant" : l'idée selon laquelle le traumatisme de la crise financière allait permettre une réforme en profondeur du système bancaire est une chimère.

En France, plusieurs décrets ont été promulgués récemment pour encadrer jusqu'au 31 décembre 2010 la rémunération des dirigeants des sociétés ayant reçu des aides publiques, que ce soit des banques ou des entreprises d'autres secteurs en difficulté, notamment les constructeurs automobiles. Deux décrets du 30 mars 2009⁽⁴⁹⁾ ont restreint les pouvoirs des dirigeants et actionnaires des entreprises aidées par l'Etat, en prévoyant la conclusion de conventions avec les entreprises bénéficiaires. Le conseil d'administration ou le directoire ne peut pas décider l'attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions et des actions gratuites au président du conseil d'administration, au directeur général, aux directeurs généraux délégués, aux membres du directoire, au président du conseil de surveillance ou aux gérants⁽⁵⁰⁾. La société signataire de la convention devra adresser au ministre de l'Economie les informations nécessaires attestant du respect de ses dispositions.

d) Emergence d'un droit au crédit

On assiste en France à la création d'un droit nouveau, le droit au crédit, grâce une redéfinition du rôle du banquier dispensateur de crédit qui a reçu des fonds de l'Etat, une détermination régalienne de la politique de crédit, des incitations publiques, un interventionnisme heurtant les principes de gestion des banques privées.

Ce qui pourrait sembler normal pour des banques nationalisées est passablement choquant s'agissant de banques ayant "seulement" reçu des aides d'Etat.

Dans le paysage bancaire français est apparu un personnage insolite, un médiateur du crédit nommé par le président de la République, sans pouvoir coercitif, mais en présence duquel les banques ayant bénéficié d'aides publiques ont pris l'engagement de maintenir et même d'augmenter leurs crédits aux entreprises, sans demander de garanties supplémentaires "sauf situation exceptionnelle". La mission du médiateur, et des 96 directeurs départementaux de

la Banque de France devenus des médiateurs du crédit⁽⁵¹⁾, est de rapprocher les établissements de crédit et les entreprises qui n'obtiennent pas les crédits souhaités ou qui subissent une rupture de crédits. Le recours à un médiateur – même si ce mécanisme est présenté comme transitoire – est en tout cas en parfaite contradiction avec la jurisprudence de la Cour de cassation qui, non seulement affirme de longue date la liberté d'un établissement bancaire de refuser ou d'accorder du crédit⁽⁵²⁾, mais continue à développer sa théorie sur le soutien abusif des entreprises⁽⁵³⁾. La liberté contractuelle et le caractère intuitu personae des conventions d'ouverture de crédit seraient également mis à mal⁽⁵⁴⁾. Pour l'instant les banques ayant perdu une partie de leur liberté sont celles qui ont bénéficié de prêts, de garanties ou de prises de participation de l'Etat français. Mais demain, toutes les banques, même celles qui n'ont pas reçu d'aides ou ont remboursé ces aides, ne seront-elles pas soumises à ces nouveaux impératifs du droit au crédit ?⁽⁵⁵⁾

Dès lors la responsabilité des banques va-t-elle s'apprécier différemment dans les années à venir ? L'octroi abusif de crédit est-il une notion périmée ? On sait que l'article L.650-1 du Code de commerce, introduit par la loi de sauvegarde du 26 juillet 2005 et posant le principe de non-responsabilité du banquier qui accorde un crédit à une entreprise en difficulté en cas d'ouverture d'une procédure collective, a été modifié par l'ordonnance du 18 décembre 2008 dans le sens d'un assouplissement des sanctions dans les trois hypothèses prévues par le texte⁽⁵⁶⁾.

Le contentieux futur va-t-il basculer vers les refus, les ruptures et les non-renouvellements de crédit ? Ce ne serait pas un des moindres bouleversements juridiques causés par la crise financière !

Les grandes banques centrales sont sur la même ligne : après avoir lâché des quantités colossales de liquidités sur le marché interbancaire, elles ont baissé conjointement leurs taux directeurs, qui sont actuellement dans la zone des taux zéro, celui de la BCE étant tombé au plus bas niveau de son histoire.

Conclusion

L'enchaînement des événements qui ont conduit à la crise est aujourd'hui parfaitement connu : le système financier encombré par les bombes à retardement que constituaient les "subprimes", les inconséquences du financement immobilier américain, des innovations financières débridées transformées en armes de destruction massive.

Les instruments de mesure sophistiqués des économistes, experts financiers et autres autorités de contrôle ont été impuissants à détecter des signes avant-coureurs et ensuite à analyser l'intensité de la crise financière.

A l'heure actuelle les anticipations et préconisations vont bon train, les indices boursiers sont scrutés matin et soir comme les indicateurs de température des grands malades, chacun y va de son pronostic sur la sortie de crise, en V, en U ou en W, le retour à la normale des marchés interbancaires et boursier risque de se faire attendre encore longtemps.

Les autorités européennes tentent tant bien que mal de reprendre la main, et faute de pouvoir garantir le respect des normes communautaires existantes, en

élaborent fièvreusement de nouvelles. Citons une proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation, qui manifeste le désir d'une régulation forte en ce domaine⁽⁵⁷⁾, l'adoption en mai 2009 de la directive sur l'adéquation des fonds propres des banques et de la directive Solvabilité II qui fondera à partir de 2012 les normes prudentielles s'appliquant aux assureurs, un projet de directive concernant les fonds d'investissement, notamment pour encadrer les fonds de "private equity" et les "hedge funds".

La crise financière continuant à se développer, tous ses effets ne sont pas encore connus, et notamment sur le terrain des contentieux.

La crise des "subprimes" s'est invitée dans les prétoires, jusque devant le Conseil d'Etat dont une décision récente l'a expressément incluse dans ses motifs, pour justifier la suspension de la publication d'une sanction de l'AMF infligée à un prestataire de services d'investissement⁽⁵⁸⁾.

Sans parler des poursuites pénales classiques contre les escrocs, les traders indécents ou les délinquants boursiers, le juriste peut s'attendre à une croissance exponentielle des poursuites en responsabilité civile devant les tribunaux contre les banques, à l'initiative des victimes de la crise financière, les dommages se chiffrant en milliards de dollars et d'euros, et pourquoi pas des actionnaires expropriés sans indemnité à l'occasion de la nationalisation des établissements financiers. Les dommages collatéraux subis par les actionnaires des sociétés clientes des banques, du fait de la faillite de leur société, constituent un réservoir supplémentaire de contentieux.

Dans les pays anglo-saxons, les "class actions" constituent une arme de choix contre les banquiers et ont tendance à se multiplier : Royal Bank of Scotland⁽⁵⁹⁾ et Citigroup⁽⁶⁰⁾ en font déjà les frais, et même la Société Générale doit faire face à l'une de ces actions en justice devant la Cour du district sud de New York, initiée en octobre 2008 par un fonds de pension⁽⁶¹⁾. Les fautes pouvant être relevées à l'encontre des banquiers ne manquent pas : les épargnants se plaignent des recommandations concernant les placements dans des titres "pourris", les actionnaires se plaignent de la ruine de leur investissement, des pertes de capitalisation des sociétés cotées.

Le plus dur reste à faire, mettre sur pied des solutions à long terme et à une échelle globale, alors que jusqu'ici, par la force des choses, les mesures ont été limitées dans le temps et dans l'espace, de par l'urgence et par l'absence d'autorités de régulation et d'organisations internationales de la finance. Autant dire que, dans l'idéal, il faudrait remettre à plat tout le système financier et le réinventer ! Il y a peu de chance que cela soit fait avec la détermination et la persévérance nécessaires, étant donné l'ampleur des chantiers à ouvrir.

Notes :

- 1- Vu que l'Etat fédéral est désormais l'actionnaire principal d'AIG, il a été reproché au gouvernement fédéral de ne pas avoir utilisé la procédure du Chapter 11.
- 2- La crise financière a aussi instauré une nouvelle unité de compte, la dizaine de milliards, devenue le plus petit dénominateur commun des moindres mesures ou événements financiers.
- 3- Le mot "subprime" a été élu mot de l'année 2007 par l'American Dialect Society.
- 4- Indexés sur le taux directeur de la FED et majorés d'une "prime de risque" : le taux est indexé sur la valeur marchande du bien immobilier financé et augmente d'autant plus que le bien perd de sa valeur.
- 5- Appelés familièrement ninja (pour "no income, no job and no assets" : sans revenu, sans travail et sans patrimoine). L'astuce pour le prêteur était de miser sur la hausse du prix de la maison achetée. Si l'emprunteur avait du mal à rembourser, un nouveau prêt lui était consenti, garanti par la valeur plus élevée de son logement.
- 6- Les prix de l'immobilier étaient régulièrement en hausse depuis 1945, et ainsi la défaillance d'un emprunteur devait se solder par la vente de son immeuble. Le retournement du marché immobilier fut causé par les énormes stocks d'inventaires accumulés par des promoteurs qui avaient construit dans l'euphorie à tour de bras : la bombe à retardement mise en place avec les "subprime" a alors explosé. De nombreux biens étaient à vendre au même moment, faisant s'effondrer les prix.
- 7- La titrisation consiste pour une entreprise cherchant à se refinancer à vendre à une entité ad hoc (dénommée "Special Purpose Vehicle" ou SPV) un ensemble d'actifs (dans le cas présent des créances hypothécaires subprime), le SPV émettant des titres (d'où l'expression "titrisation") pour se procurer les fonds nécessaires au paiement des actifs qu'il achète. Ces titres, appelés "Asset Backed Securities" (valeurs mobilières adossées à des actifs), se déclinent en d'innombrables sous-catégories ("Asset Backed Commercial", "Collateralized Debt Obligations", "Residential Mortgage Backed Securities", etc...), et sont vendus à des investisseurs professionnels. La titrisation a l'avantage, pour l'entreprise qui y a recours, d'externaliser à la fois des actifs et les passifs correspondants qui ne figurent plus dans ses comptes mais dans ceux du SPV. Lorsqu'une entreprise est une banque, cette externalisation présente l'avantage supplémentaire de réduire les exigences en fonds propres nécessaires à son fonctionnement.
- 8- Pour ajouter de la sécurité à leurs opérations, les banques étaient pour leur part assurées auprès de "rehausseurs de crédit", compagnies d'assurance spécialisées qui garantissaient les banques elles-mêmes pour le cas où l'engagement de liquidité qu'elles avaient consenti devrait être mis en œuvre. Ces établissements rehausseurs se couvraient quant à eux en investissant sur des produits dérivés.
- 9- Tout le monde reproche maintenant aux agences de notation leurs méthodes de notation, manquant de transparence et faussées par les conflits d'intérêts : les activités de notation et de conseil sont liées, et la notation est payée par les émetteurs eux-mêmes.
- 10- Les dérivés regroupent divers produits tels que les options, les contrats à terme, les swaps et leurs combinaisons, qui sont liés à d'autres actifs. Les produits dérivés sont cédés sur les marchés financiers à des investisseurs, et souvent à des banques notamment à travers leurs fonds de placement. En décembre 2007, les encours globaux de l'ensemble des produits dérivés dépassaient le million de milliards de dollars.
- 11- Le Comité des superviseurs bancaires européens (CESR) est un organe de conseil de la Commission européenne en matière financière dépourvu de pouvoirs coercitifs. Mais il n'est pas sûr que l'incantation en faveur d'un régulateur supranational unique pour les 27 pays de l'Union européenne soit réaliste. Il vaut mieux 27 régulateurs efficaces, dotés de moyens suffisants et qui communiquent entre eux en permanence.
- 12- Déjà en 1987, la Fed s'était laissé convaincre de profiter d'une lacune de la section 20 du Glass Steagall Act pour permettre aux grandes banques commerciales dont elle assure la supervision de participer à des émissions de titres au service de leurs clients entreprises, et en juillet 1988, la Cour Suprême avait validé cette décision, qui bénéficiera à des groupes comme Citigroup ou JPMorgan. Sur fond d dérégulation financière, le Gramm-Leach-Bliley Act de novembre 1999 visait à permettre aux banques commerciales américaines de donner naissance à des holdings géants offrant toute la palette des services financiers, capables de rivaliser avec les conglomérats étrangers sur le plan international.
- 13- Cf. F. Lacroix, L'échec des dispensateurs de confiance : Rdbanc. et fin. 2009, p. 28.
- 14- L'indice de référence du secteur, le DJ Stoxx 600 Bank, s'est effondré de 65% en un an.
- 15- D'ordinaire les banques centrales se montrent très exigeantes sur les contreparties de leurs prêts : après des actifs de très bonne qualité comme les obligations d'Etat, elles ont dû accepter non seulement des obligations hypothécaires, mais aussi des actions cotées ou même du "papier commercial", c'est-à-dire des titres émis par des entreprises.

- 16- La garantie des dépôts peut d'ailleurs entraîner une délocalisation des comptes bancaires de clients inquiets pour leurs dépôts : par exemple les Canadiens résidant aux Etats-Unis délaissent les banques américaines pour se tourner vers les banques canadiennes.
- 17- JOUE L 68 du 13 mars 2009.
- 18- Ce n'est pas tout car, le 31 décembre 2010 au plus tard, le niveau de garantie pour l'ensemble des dépôts d'un même déposant devrait être fixé à 100000 euros, à moins qu'une analyse d'impact effectuée par la Commission, et présentée au Parlement européen et au Conseil le 31 décembre 2009 au plus tard, ne conclue qu'une telle augmentation et une telle harmonisation ne soient pas appropriées et ne soient pas financièrement viables pour l'ensemble des Etats Membres pour assurer la protection des consommateurs et la stabilité des marchés financiers et éviter des distorsions de concurrence entre les Etats membres.
- 19- On estime à 1200 milliards de dollars la dotation du fonds souverain de la Chine, forte de ses réserves de change de quelque 1700 milliards de dollars. Suivent la Russie, le Koweït, Oman, Abu Dhabi, l'Arabie Saoudite, Taiwan, Singapour, le Brésil fort de réserves de change de 178 milliards de dollars, le Canada, la Norvège.
- 20- Au départ leurs réserves de change étaient placées dans des produits liquides, peu risqués mais peu rentables, telle la dette d'Etat des grands pays développés, comme les T-bonds américains. Puis ils ont diversifié leurs placements et sont passés des obligations aux actions.
Ayant une puissance de feu de près de 3500 milliards de dollars, ils ont recapitalisé en 2007 et 2008 divers mastodontes en difficulté tels Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Bear Stearns, la banque britannique Barclays et la banque suisse UBS. Ils sont même entrés au capital du fonds de capital-investissement Carlyle. Par le truchement des fonds souverains, ce sont des pays émergents qui volent au secours des économies des pays dits développés, avec certaines arrière-pensées paraît-il.
Les pays occidentaux aimeraient que tous les fonds souverains ressemblent à celui de la Norvège, qui gère les revenus du pétrole de ce petit pays : sa stratégie est discutée au Parlement tous les ans, sa gestion totalement indépendante du pouvoir politique, il tient compte de strictes règles d'éthique pour choisir ses cibles, s'interdit de prendre plus de 5% ou 1% du capital et n'intervient pas dans le management d'une société.
- 21- Les banques débitrices défaillantes entraînent dans leur chute les banques créancières, les banques étant liées les unes aux autres par les opérations de crédit.
- 22- La faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la 4^e banque d'investissement des Etats-Unis créée en 1850, avec ses 613 milliards de dollars de dettes et ses 26.000 employés, la propulse au rang de "plus gros Chapter 11 de l'histoire" ; un peu plus tard Barclays rachètera les meilleures parts de Lehman pour une bouchée de pain. On peut citer aussi la faillite de la banque californienne IndyMac, passée sous la tutelle de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en juillet 2008. American Home Mortgage, spécialiste du crédit hypothécaire, avait fait faillite dès le mois d'août 2007.
- 23- Le TARP (Troubled Asset Relief Plan) créé en octobre 2008 par le Trésor américain pour acheter jusqu'à 700 milliards de dollars d'actifs toxiques dans les bilans des banques fut réorienté pour financer des apports en capital, notamment auprès de l'assureur AIG et des géants bancaires JPMorgan, Citigroup, Wells Fargo ou Bank of America.. Certaines sociétés ont même demandé – et obtenu – à la Fed le statut de banque pour bénéficier du plan Paulson : ainsi a été sauvée en décembre 2008 Gmac, la filiale de crédit automobile de General Motors.
- 24- Un prêt d'urgence lui avait déjà été consenti par la banque centrale et le gouvernement britannique avait été contraint, après la panique des premiers jours, de garantir les dépôts de la banque sur fonds publics, le tout à hauteur de 55 milliards de livres.
- 25- Par émission d'actions nouvelles préférentielles auxquelles l'Etat pouvait souscrire. Les actionnaires en place n'ayant presque pas participé à cette augmentation de capital, le gouvernement britannique s'est retrouvé détenteur de 60% du capital de la banque.
- 26- Par une augmentation de capital de 6,4 milliards d'euros. La France prend à sa charge la moitié de l'opération, soit 3 milliards d'euros, dont un versé directement par l'Etat et deux par la Caisse des Dépôts. Le capital de Dexia est désormais détenu à plus de 50% par les 3 Etats partenaires, la France en possédant un peu plus de 25%.
- 27- Dont la première banque du pays, Kaupthing. En Islande, la dette bancaire est sept fois supérieure à son PIB.
- 28- Une opération unanimement perçue comme une nationalisation qui coûte aux contribuables américains 200 milliards de dollars pour garantir la dette des deux entités.
- 29- Henry Paulson autorise la Réserve Fédérale à lui prêter 85 milliards de dollars, et en échange, l'Etat s'est approprié 79,9 % des parts.

- 30- En s'y prenant à deux fois au cours de l'automne 2008, le Trésor américain lui a accordé une garantie de 301 milliards de dollars pour ses actifs douteux, et est entré pour 45 milliards au capital, en contrepartie d'actions préférentielles portant un dividende de 8%.
- 31- La conversion des actions préférentielles en actions ordinaires est en effet opérée lorsque la situation de la banque empire, et pour alléger ses frais financiers. Quand Royal Bank of Scotland a annoncé en janvier 2009 une perte de 27 milliards d'euros, le gouvernement du Royaume-Uni a transformé en actions ordinaires ses actions préférentielles acquises en octobre 2008. Ce fut également le cas en février 2009 d'AIG qui, outre le paiement d'un intérêt de 3% plus le Libor sur un prêt de 60 milliards de dollars accordé par le gouvernement, devait verser un dividende annuel de 10% sur une tranche de capital de 40 milliards de dollars souscrite par le Trésor américain sous la forme d'actions préférentielles ; cette charge financière était devenue insupportable pour l'assureur, confronté à une nouvelle détérioration de son portefeuille d'investissements. Ce fut également le cas en mars 2009 de Citigroup par la conversion en capital ordinaire de 25 milliards de dollars d'actions préférentielles détenues par le Trésor américain, pour réduire le poids de dividendes préférentiels que la banque ne pouvait plus lui payer.
- 32- Citons l'acquisition de 4,9% de Citigroup par le fonds souverain d'Abu Dhabi en contrepartie de 7,5 milliards de dollars.
- 33- Il est difficile de définir avec précision les actifs toxiques : ce sont des avoirs dont la dépréciation peut affecter le bilan et les résultats de leurs propriétaires, et ils peuvent englober des éléments très divers. Il serait sage que les régulateurs définissent les différentes catégories soupçonnées, et des modes de calcul adaptées à chacune d'elles.
- 34- En revanche, comme l'a souligné Michel Rouger, président de l'Institut PRESAGE, les sociétés de défaisance sont condamnées à une double peine : celle de l'auto-liquidation et celle de la critique généralisée de cette liquidation.
- 35- Mais ce programme de rachats d'actifs, appelé plan Paulson, fut brusquement réorienté vers des recapitalisations directes des établissements.
- 36- JPMorgan Chase qui avait obtenu l'appui d'une garantie de 29 milliards de dollars de la Fed pour le rachat de Bear Stearns a lancé fin septembre une augmentation de capital de 10 milliards de dollars dans la foulée du rachat de Washington Mutual.
- 37- L'Etat belge est le principal vendeur. La Commission européenne, le 3 décembre 2008, a autorisé l'opération en posant certaines conditions, et a autorisé en parallèle les aides au sauvetage octroyées par les Etats belge, luxembourgeois et néerlandais. L'opération a été contestée en justice : le représentant du ministère public auprès du Tribunal de commerce de Bruxelles a estimé le 6 novembre 2008 que le démantèlement du groupe s'était déroulé de manière "irrégulière". Le 18 novembre 2008, le Tribunal de commerce de Bruxelles avait décidé de ne pas donner suite à une requête en référé introduite par des actionnaires minoritaires de Fortis demandant la suspension du démantèlement de la banque belgo-néerlandaise et du rachat de ses activités belges par BNP-Paribas. La Cour d'appel de Bruxelles, donnant raison aux minoritaires de Fortis, a estimé le 12 décembre 2008 que la vente de Fortis banque à BNP ne pouvait se faire sans leur approbation. Le 11 février 2009, l'assemblée générale de Fortis avait rejeté l'accord de vente à BNP Paribas. L'AGE du 28 avril 2009 a, elle, approuvé l'opération. La justice américaine a aussi été saisie par des plaignants qui accusent Fortis de "tromperie". Le groupe n'a donc pas fini de faire parler de lui.
- 38- L'organigramme du nouvel ensemble pose d'ailleurs des problèmes redoutables.
- 39- Après avoir reçu en novembre 2008 8,2 milliards d'euros de fonds propres de l'Etat allemand sous forme d'actions préférentielles, et avant de faire l'objet, en janvier 2009, d'une deuxième recapitalisation par l'Etat à hauteur de 10 milliards d'euros.
- 40- 10 milliards d'euros sous la forme de titres de dette subordonnés, versés aux Banques populaires, BNP Paribas, Caisses d'épargne, Crédit agricole, Crédit mutuel et Société générale.
- 41- Par exemple la Commission était hostile à la recapitalisation de Commerzbank, la deuxième banque privée allemande, à hauteur de 8,2 milliards d'euros.
- 42- Ces concessions faites le 8 décembre 2008 portaient sur plusieurs points : la rémunération des capitaux mis par les Etats membres à la disposition de leurs banques en bonne santé se situera entre 8 et 9% au lieu des 12% exigés initialement ; les banques soutenues pourront continuer à verser des dividendes à leurs actionnaires, pour inciter les investisseurs privés à rester au capital. Quelques garde-fous sont mis en place : au fil des ans, une prime de sur-remboursement sera ajoutée, pour inciter les banques à rembourser au plus tôt les capitaux prêtés ; dans un délai de 6 mois, l'utilisation des fonds fera l'objet d'un rapport pour vérifier que ces fonds ne financent pas "des pratiques commerciales agressives au détriment des concurrentes qui s'en sortent sans aide de la part de l'Etat". Sur la forme l'honneur est sauf : le traité de Rome prévoit (art.87.3.b) que la Commission puisse autoriser des aides d'Etat en cas de "perturbation grave de l'économie d'un Etat membre", et la réforme en 2005 du Pacte de stabilité et de croissance avait en quelque sorte

anticipé la crise en assouplissant les règles de plafonnement des déficits en cas de “circonstances exceptionnelles”.

- 43- La Commission a, par exemple, demandé en mars 2009 à la Direction générale de la concurrence d'ouvrir une enquête approfondie sur le plan de restructuration de Dexia proposé par la France, la Belgique et le Luxembourg. Les 3 Etats avaient annoncé en septembre 2008 une recapitalisation publique de 6,4 milliards assortie d'une garantie d'Etat pouvant aller jusqu'à 150 milliards ; la Commission y avait consenti le 19 novembre 2008 tout en demandant un plan de restructuration dans les 6 mois. La Commission nourrit des doutes sur la capacité du plan à “assurer la viabilité du groupe à long terme” et souhaite obtenir des garanties sur “les mesures compensatoires destinées à éliminer la distorsion de concurrence que cette aide d'Etat est susceptible d'engendrer”.
- Autre décision symptomatique : la Commission a imposé en mai 2009 à Commerzbank de céder sa filiale Eurohypo, spécialisée dans les financements immobiliers, et de ne procéder à aucune acquisition dans les trois ans, pour que l'Etat allemand, qui l'a déjà recapitalisée à hauteur de 8,2 milliards d'euros, soit autorisé à lui apporter 10 milliards supplémentaires qui porteraient sa participation à 25% du capital.
- 44- Signe des temps, l'Allemagne n'a pas réussi, début janvier 2009, à placer entièrement un emprunt obligataire de 6 milliards d'euros.
- 45- La perception du risque associé aux emprunteurs souverains se dégrade. Les “CDS” (“credit default swaps”) qui mesurent le prix d'une assurance contre le risque de défaut, sont remontés pour les différents Etats de la zone euro. Les notes de plusieurs émetteurs souverains ont été fortement dégradées par Standard&Poor's : la Grèce, l'Espagne, le Portugal, l'Italie, l'Irlande. De ce point de vue, si la dette publique française devient vertigineuse, elle est prise par les étrangers. L'Agence France Trésor qui gère la dette publique annonce que, sur les 9 premiers mois de 2008, les achats nets de titres de l'Etat français par des investisseurs non résidents ont atteint 213 milliards d'euros contre 119,9 milliards pour l'ensemble de 2007. Les non-résidents détiennent désormais plus de 60% de la dette française.
- 46- Ce sont des obligations qui se rapprochent de titres de capital, mais qui versent un coupon déductible. Contrairement aux TSR (titres subordonnés remboursables à date fixe), les TSRI sont remboursés à des dates préalablement convenues, mais au gré de la société émettrice.
- 47- Sinon les gouvernements peuvent le faire. En Grande-Bretagne, les banques nationalisées ou bien partiellement nationalisées ne pourront pas verser de dividendes cette année. Les Etats-Unis, eux, ont préféré la signature d'un accord : le dividende de la banque Citigroup a été plafonné à un cent de dollar en échange d'un plan de sauvetage. En revanche, une fois l'accord conclu, l'Etat prêteur n'a plus droit à la parole, et le vote des actionnaires reprendra ses droits.
- 48- JPMorgan Chase lui a emboîté le pas aussitôt, suivie en mai 2009 par Morgan Stanley.
- 49- Décrets n°2009-348 et n°2009-349 du 30 mars 2009 : JO 31 mars 2009.
- 50- Les autres éléments variables de la rémunération sont autorisés par le conseil d'administration ou de surveillance pour une période déterminée qui ne peut excéder une année, en fonction de critères de performance quantitatifs et qualitatifs, préétablis et qui ne sont pas liés au cours de bourse. Ces éléments variables ne sont pas attribués ou versés si la situation de l'entreprise la conduit à procéder à des licenciements de forte ampleur.
- Les entreprises publiques ne sont pas oubliées par le dispositif, qui prévoit que celles dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé respectent “des règles et principes de gouvernance d'un haut niveau d'exigence éthique”, en particulier : le directeur général ou le président du directoire qui détiendrait le statut de salarié y renonce au plus tard lors du renouvellement de son mandat ; les éléments variables de la rémunération sont autorisés par le conseil d'administration ou de surveillance, l'autorisation étant rendue publique ; s'il est prévu une indemnité de départ, celle-ci est fixée à un montant inférieur à deux années de rémunération et elle n'est versée qu'en cas de départ contraint, à la condition que le bénéficiaire remplisse des critères de performance suffisamment exigeants (elle n'est pas versée si l'entreprise connaît des difficultés économiques graves).
- 51- Les dossiers individuels d'entreprises font d'abord l'objet d'un traitement local par les directeurs départementaux de la Banque de France, qui font office de médiateurs locaux, avant de relever du médiateur du crédit qui intervient, en quelque sorte, comme une instance d'appel.
- 52- V. notamment Cass.Ass.plén., 9 oct. 2006 (aff.Tapie) : JCP 2006,II,10175, note T.Bonneau ; Rev.proc.coll.2007,p.99, obs.A.Martin-Serf : “vu les articles 1134 et 1147 du Code civil (...) hors le cas où il est tenu par un engagement antérieur, le banquier est toujours libre, sans avoir à justifier sa décision qui est discrétionnaire, de proposer ou de consentir un crédit quelle qu'en soit la forme, de s'abstenir ou de refuser de le faire”.
- 53- L'intervention du médiateur pourrait être considérée comme une incitation au soutien abusif, même si le médiateur du crédit s'est engagé, dans un communiqué officiel du 12 novembre 2008, “à ne jamais demander aux banques des interventions qui leur feraient courir un risque anormal”.

- 54- Le scoring est déjà officiellement exclu des critères d'attribution ou de refus d'un crédit, et la CNIL y veille autant que faire se peut.
- 55- Selon un auteur, "la notion de service public du crédit va ainsi retrouver une nouvelle jeunesse" (D.Legeais, Sur le droit au crédit : Rjcom.2008,p.427).
- 56- Qui sont la fraude, l'immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou la prise de garanties disproportionnées en contrepartie des concours consentis. L'ordonnance a substitué à la nullité de plein droit la faculté pour le juge d'annuler ou de réduire les garanties prises par le banquier reconnu responsable.
- 57- http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_fr.pdf. Cf.C.Malecki, La proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation (ou les vertus de la régulation financière ?) : JCP 2009,éd.E,1398.
- 58- CE, 6 juin 2008, Sté Oddo et Cie, n°316001 : D.2008,p.3124, note A.Robert et K.Bouaouda : "considérant qu'en égard au contexte très particulier dans lequel la décision attaquée est intervenue, à un moment où la société Oddo et Cie devait rassurer de nombreux clients dans le contexte de la crise des "subprimes", suite à des événements financiers défavorables, et à la grande difficulté qu'il y a à réparer un préjudice en matière de réputation, la société requérante est fondée dans les circonstances de l'espèce à invoquer l'urgence".
- 59- Visée par une "class action" introduite en janvier 2009 par un cabinet d'avocats au nom d'actionnaires prétendant avoir été mal informés de l'exposition aux "subprimes".
- 60- Accusée d'avoir sciemment dissimulé son exposition aux dérivés du crédit, a fait l'objet d'un recours déposé le 1^{er} décembre 2008 devant la Cour du district de Manhattan par un groupe d'investisseurs.
- 61- Celui des employés de la ville de Taylor dans l'Etat du Michigan. La plainte collective a été déposée le 17 octobre 2008 par Coughlin, Stoa, Geller, Rudman&Robbins LLC, le cabinet d'avocats numéro un dans ce domaine, qui a été leader dans le procès Enron et fondateur de la société européenne de conseil sur les actions collectives en justice américaines EU Claims Filing Limited.