



Crises financières et excès de réglementation

par
Jean-Claude Gruffat



Jean-Claude Gruffat est Managing Director chez Weild and Co LLC New York, l'un des premiers "broker-dealer" indépendants aux États-Unis. Il a fait une carrière chez Indosuez, devenu membre du Crédit Agricole, puis Citibank. Il est docteur en droit public, diplômé des études supérieures de Science politique ainsi que de l'Institut d'Études Politiques de Lyon. Il a suivi le Stanford Executive Program de la Graduate School of Business.



En tant que libéral (au sens classique du terme), je me méfie des réglementations et de leur probable impact négatif sur les entreprises. En tant que banquier, j'ai exercé dans de nombreuses juridictions une profession qui est certainement la plus réglementée de toutes.

Pourquoi tant de réglementations ?

Les justifications pour imposer aux services financiers un nombre si élevé de réglementations complexes sont multiples :

- La nécessité d'établir des règles du jeu équitables et équilibrées.
- La protection des investisseurs non avertis – la fameuse « veuve de Carpentras » –, c'est-à-dire de l'investisseur particulier qui s'appuie sur les conseils prodigués par des intermédiaires dits professionnels. La plupart des marchés avancés classent les investisseurs selon des critères combinant montant des revenus et taille des actifs. Le classement de la SEC commence avec les « investisseurs accrédités » (1 million de dollars de valeur nette, ou pour un couple 300 000 \$ de revenus gagnés pour chacune des deux dernières années civiles), suivis par les acheteurs qualifiés (avec un portefeuille d'investissement de plus de 5 millions de dollars), puis enfin les investisseurs institutionnels.
- Garantir un système financier sain et sûr. Les institutions financières doivent être à la fois correctement capitalisées et suffisamment liquides pour faire face aux pertes potentielles, ainsi qu'aux retraits importants, ou à l'incapacité d'accéder aux marchés des capitaux à court terme. De nombreuses banques en faillite ont été illiquides avant de faire faillite. Tel fut le cas de Drexel en 1992, et Lehman en 2008.

Le syndrome du « Too big to fail » : où est le seuil, quel est le critère ?

Les gouvernements établissent des règles pour que, si nécessaire, les institutions financières soient liquidées sans nuire à personne au-delà de la direction et des actionnaires de ces institutions. Aux États-Unis, la



FDIC [Caisse Fédérale d'Assurance des Dépôts] couvre ainsi les déposants contre la faillite de leur banque à hauteur de 250 000 \$. Tout montant supplémentaire ou tout passif autre que les dépôts garantis ne sont pas protégés. Pourtant, à maintes reprises, les gouvernements, à commencer par celui des États-Unis, ont renfloué bien plus largement les déposants et les créanciers des institutions financières en faillite. Ce fut le cas récemment, en mars 2023, avec la Silicon Valley Bank : plus de 90 % des dépôts étaient détenus sur des comptes avec des montants bien en-deçà du seuil de 250 000 \$. Pourquoi agir ainsi ? Une excuse commode pour cette violation de la règle qui exacerbe le problème du hasard moral – pourquoi exercer un contrôle sérieux dès lors que l'État couvre toutes mes pertes – est que cela permettait de traiter le risque systémique du secteur bancaire. Mais, selon moi, la véritable justification se trouve plutôt dans le désir de ne pas nuire à l'industrie des technologies de la communication qui a souvent apporté son soutien aux démocrates...

De la même manière, lors de la crise financière de 2008, la banque Bear Stearns était reprise par JP Morgan, tous les créanciers étant *de facto* sauvés par ce rachat. Wachovia a ensuite été rachetée par Wells Fargo, Fannie et Freddie ont été placés sous tutelle gouvernementale, mais Lehman a glissé vers la faillite face à des problèmes de liquidités, et ni la Fed ni le Trésor ne sont venus au secours de l'entreprise...

Juste après la crise qui suivit la faillite de Lehman, le programme TARP [*Troubled Asset Relief Program*] a été mis en place qui consistait en des injections massives de fonds du Trésor dans les grandes banques ; toutes les banques d'investissement devenant de la sorte des holdings bancaires ayant accès au guichet d'escompte de la Fed. Quelques années plus tard, chaque dollar prêté dut être remboursé avec des intérêts courus élevés et des warrants exercés ce qui donnait une rémunération supplémentaire au Trésor. Des « stress tests » annuels furent mis en place pour les principales institutions financières ; tests qui consistent à soumettre virtuellement l'institution à des conditions très défavorables mettant en cause sa solvabilité et ses liquidités pour voir si elle est en mesure de résister.



J'aurais pu choisir d'autres exemples similaires dans différentes parties du monde, mais je m'en tiens ici à ce que je connais le mieux – les États-Unis – et ce que j'ai pu observer de l'intérieur. Ce que l'on observe c'est une situation abominable, où le gouvernement choisit arbitrairement les gagnants et les survivants sans avoir à subir aucun contrôle, aucune surveillance ni aucune responsabilité. C'est le règne de l'aléa moral et du capitalisme de connivence, qu'il s'agisse des administrations démocrates ou des administrations républicaines.

La solution à une mauvaise réglementation est toujours cherchée dans plus de réglementation...

Le prochain sujet que je souhaite aborder part de l'observation suivante : bien que le secteur des services financiers soit de loin le plus supervisé et réglementé, chaque crise du secteur déclenche une nouvelle vague de supervisions et de réglementations. Me limitant toujours au cadre des marchés nord-américains, j'évoquerai successivement les lois Sarbanes-Oxley et Dodd-Frank.

La loi Sarbanes-Oxley fut votée par le Congrès et promulguée en 2002, à la suite d'une série de scandales financiers d'entreprises. Sur la liste non exhaustive de ces scandales se trouvaient des noms tels que Enron, WorldCom, Tyco, Arthur Andersen et quelques autres géants. L'intention déclarée du législateur était de mieux protéger les parties prenantes – c'est-à-dire, les actionnaires, les employés et le grand public – contre les erreurs comptables et les fraudes. Les cibles de la nouvelle réglementation étaient les dirigeants, les comptables et les auditeurs des entreprises cotées en bourse. L'objectif était clairement de restaurer et de maintenir « la confiance du public dans l'information financière des entreprises ». Les principales dispositions de « SOx » concernaient l'exactitude des états financiers, les déficiences du contrôle interne et les sanctions pénales pour « destruction, modification ou falsification des documents financiers », avec des peines allant de 10 à 20 ans de prison auxquelles s'ajoutent des amendes.

Une brève analyse coûts/avantages de SOx est révélatrice. Pour ce qui est des effets positifs on relève que la fraude comptable est devenue



effectivement nettement moins problématique aux États-Unis ; la peur du gendarme a eu les effets attendus... Côté négatif, et selon un rapport de la SEC datant de 2006, les coûts de la mise en conformité ont explosé. Les entreprises avec un capitalisation inférieure à 100 millions de dollars supportent des coûts de conformité qui représentent en moyenne 2,55 % de leur chiffre d'affaires, contre 0,06 % pour les entreprises dotées d'une capitalisation boursière supérieure à 5 milliards de dollars. Conséquence : de nombreuses entités qui envisageaient une introduction en bourse ont reporté ou annulé leur décision. Elles ont préféré avoir recours à un financement par emprunt et/ou à des fonds d'investissement ou du capital-risque. Et c'est ainsi que la place boursière de Hong Kong est passée devant celle de New York (le NYSE) pour devenir la première plateforme au monde durant trois années consécutives. On a également vu des sociétés internationales de premier plan ne plus être cotées au NYSE.

La loi Dodd-Frank fut quant à elle promulguée en 2010, cette fois-ci comme conséquence directe de la « crise des *subprimes* ». Rappelons que les « subprimes » étaient des produits dérivés, fabriqués par des intermédiaires non réglementés, à partir de prêts hypothécaires qui avaient été accordés à des emprunteurs peu solvables ; produits qui étaient ensuite souscrits par de grandes banques pour fabriquer des produits structurés. Les objectifs déclarés de la loi Dodd-Frank – un texte de loi massif à peine compréhensible pour le Congrès –, influencée par des milliers de lobbyistes, étaient d'améliorer « la stabilité financière, la responsabilité et la transparence, de mettre un terme au *Too big to fail* et de protéger les consommateurs contre les pratiques financières abusives ».

Si nous examinons là encore le pour et le contre d'une telle réglementation, l'un des avantages (toutefois controversé) serait une meilleure protection des consommateurs, en particulier grâce à la création du CFPB (*Consumer Financial Protection Bureau* ou Bureau de protection des consommateurs en matières financières) qui apporte une meilleure éducation et une meilleure information au consommateur sur les risques de certains types de crédit. Pour les institutions financières, l'imposition de la règle Volcker qui restreint certains types



d'investissement et limite les transactions spéculatives pour compte propre, a été perçue comme une amélioration. Il en a été de même pour les réglementations très strictes sur la vente et la commercialisation de produits dérivés, tant cotés qu'échangés de gré à gré, et les dispositions nouvelles en matière de dénonciation prévoyant une protection, une prime et un délai de prescription étendu. Pour ce qui est des points négatifs, il faut noter une rentabilité plus faible, la complexité de certaines dispositions, une liquidité réduite sur le marché, en particulier pour le marché obligataire et une augmentation des coûts de mise en conformité. En résumé, les avantages inhérents à une plus forte solidité du système sont largement contrebalancés par une réticence des particuliers à prendre des décisions d'investissement perçues comme risquées.

La multiplicité des agences règlementaires

Quant à la question de savoir s'il est préférable d'avoir une ou plusieurs agences de régulation, mon point de vue personnel est que nous sommes mieux lotis avec un, voire, deux régulateurs financiers plutôt qu'avec une multitude de régulateurs. C'est le choix qui a été fait en Australie, au Canada, ou même en France – avec l'AMF (Autorité des Marchés Financiers pour les instruments financiers) et l'ACP (Autorité de Contrôle Prudentiel) pour les secteurs banque et assurance. Aux États-Unis, au contraire, et pour ne prendre que le niveau fédéral, nous avons plusieurs agences de régulation du secteur bancaire, l'OCC, la FRB et la FDIC, les organismes de réglementation du crédit, NCUA, les prêteurs hypothécaires, le CFPB, et pour les marchés, la SEC, la FINRA, le SPIC... (En revanche le secteur de l'assurance n'a pas de régulateur fédéral, les seules règles étant fixées au niveau des États.) D'où ma propre définition de la banque d'investissement : un métier qui revient à pratiquer « l'arbitrage réglementaire », c'est-à-dire, à jouer un régulateur contre l'autre !

Pour conclure et compléter mon propos, je voudrais attirer l'attention sur un document remarquable publié annuellement par le *Competitive Enterprise Institute* : « Les dix mille commandements ». Son



auteur, Wayne Crews, y traite en détail de la taille, de la portée et du coût des réglementations fédérales qui constituent une véritable « taxe cachée » dont le fardeau repose sur les consommateurs, les entreprises et l'économie américaine dans son ensemble. L'édition actuelle marque le 28ème anniversaire de la publication du premier rapport. Largement commentés au Congrès et dans le corps de l'administration publique, les *Dix mille commandements* sont la parfaite illustration de l'impact négatif pour notre société de ces excès réglementaires. Il serait bon qu'un tel rapport soit élaboré dans chacune de vos zones géographiques.