



HAL
open science

Le stock run

Laurent Ruet

► **To cite this version:**

Laurent Ruet. Le stock run. Jean-Jacques Daigre; Bertrand Bréhier. Droit bancaire et financier, VII, Revue Banque, 2018, Mélanges AEDBF - France, 9782863259023. hal-01797658

HAL Id: hal-01797658

<https://hal.parisnanterre.fr/hal-01797658>

Submitted on 11 Dec 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Le stock run

Laurent RUET

Professeur à l'Université de Paris X-Nanterre

1. Le *stock run* est une version démultipliée du *bank run*, le guichet des banques étant remplacé par celui des marchés financiers. Sa force destructrice pour les banques est bien plus virulente. La volonté d'empêcher le *bank run* doit être encore plus prégnante pour le *stock run*. Malheureusement, en substituant, sous la pression morale de l'opinion publique, le *bail-in* au *bail-out* dans le cadre du MRU, le législateur européen a créé les conditions du *stock run*. D'ores et déjà, des effets éminemment négatifs du *stock run* se sont manifestés, qui n'ont pu échapper aux agents économiques. Comment a-t-on pu en arriver là ? *What went wrong* ? La démonstration ira du rappel du *bank run* et de son traitement préventif à la mise en lumière du *stock run*, autrement plus destructeur, conséquence directe et inéluctable du *bail-in*.

Du bank run...

2. La figure du *bank run* étant bien connue, nous nous bornerons à quelques brèves observations. L'expression anglaise de *bank run* désigne le mouvement de foule qui se précipite (le *run*) aux guichets de la banque pour retirer la totalité des dépôts, en raison des rumeurs de « faillite » de la banque. Le mouvement de panique est la conséquence d'une règle juridique bien connue et partagée par les États, qui tient au contrat de dépôt : en déposant ses fonds au guichet de la banque, le client qui en était propriétaire transmet son droit de propriété à la banque, pour devenir simple créancier chirographaire. En cas de faillite de la banque, le client perdra tous ses fonds. Pour échapper à une telle issue, il ne reste que le prix de la course, se ruer auprès de la banque pour tout retirer.

3. Apparaît alors la notion d'aléa moral. Si tous les clients paniquent en même temps, sur la base d'une simple rumeur, la banque fera *ipso facto* faillite, alors même qu'elle ne serait pas en difficulté, parce qu'elle sera dans l'incapacité de faire face à l'instant à la demande de retrait simultanée des fonds. Nous sommes alors en présence des anticipations autoréalisatrices, forme de rivalité mimétique, chère à René Girard¹. Il suffit de croire que le pont va s'effondrer pour qu'il s'effondre. Le krach de 1929 a mis en lumière le phénomène, et, rapidement (dès 1933), les USA, sous l'impulsion du Président F. D. Roosevelt, vont mettre en place une garantie des dépôts, d'un montant de 5 000 dollars de l'époque (*Glass Steagall Act* de 1933, soit l'équivalent d'un an de traitement d'un haut fonctionnaire fédéral).

4. Le raisonnement est simple, et *a priori* efficace : si les déposants ont la certitude de ne rien perdre jusqu'à un certain montant (le montant doit être suffisamment élevé pour que la mesure soit efficace), ils n'ont aucune raison de paniquer. S'ils ne paniquent pas, il n'y aura aucun *bank run*, et cela grâce à une règle juridique. La banque ne fera donc pas faillite, et l'anticipation autoréalisatrice et mimétique sera ainsi déjouée. Tout est dans le droit. Les économistes n'ont rien à dire sur ce qui précède. C'est le travail du juriste de poser le diagnostic et la réponse juridique appropriée. Un malade sensé ne va pas voir un économiste, il consulte un médecin. Il en va de même du droit, lui aussi protégé par un monopole sanctionné pénalement. Une personne souffrant de problèmes juridiques ne consulte pas un économiste, elle voit un juriste. Nous prenons le soin de souligner ce point, qui est une évidence aux USA, société imprégnée de droit ; mais qui n'en est pas une en France, où le débat juridique est systématiquement accaparé par les économistes et les journalistes, au détriment des vrais spécialistes, en la matière, les juristes.

5. Reste à faire apparaître une dernière considération, avant d'évoquer l'évolution des réponses juridiques en Europe de 1990 à 2017 : celle de la nécessité de combattre le *bank run*, grâce à des fonds public et/ou privés, alimentés par des cotisations. ■■ Lors de la terrible crise financière qui s'est abattue sur l'Europe à partir de 2008, des personnes irresponsables ont appelé les déposants à faire le *bank run*, pour provoquer

¹ V. not. *Mensonge romantique et vérité romanesque*, Grasset, 1961 ; V. aussi notre article « Du principe de rivalité » : *D.* 2002, p. 3076.

l'effondrement des banques. Or, l'effondrement d'une ou plusieurs banques est susceptible de provoquer le *collapse* du pays hôte des banques, en raison de l'effet de contagion systémique des faillites bancaires. ■■ Le prouve bien assez le sort de Chypre, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Islande. Pour la Grèce, la vague de misère qui s'est abattue sur le pays continue de produire ses effets dévastateurs, la Grèce ayant cessé d'être rangée parmi les pays développés. Il est donc du devoir du législateur de prendre les règles *juridiques* les mieux à même de déjouer le *bank run*, pour préserver l'intérêt général du pays et le bien-être futur de ses habitants.

6. Les banques françaises s'étaient dotées précocement d'un mécanisme d'indemnisation des déposants, dans le cadre du mécanisme de solidarité de l'Association française des banques (AFB), de l'ordre de 100 000 francs dans les années 1990 (15 000 euros). Cette solidarité de place avait été mise à rude épreuve dans les années 1990, suite aux nombreuses faillites bancaires provoquées par le krach immobilier commençant en 1990, et qui dura jusqu'en 1996. Prenant conscience du problème, l'Union européenne s'est elle-même dotée d'une réglementation à partir de 1994², durement mise à l'épreuve à partir de la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, notamment en raison de distorsion de concurrence de la part de l'Irlande (ce pays a porté la garantie des dépôts à 100 % ; la faillite de son système bancaire lui a coûté 64 milliards d'euros, soit 40 % de son produit intérieur brut³). La réglementation a été amendée à plusieurs reprises pour en améliorer l'efficacité⁴, à présent au sein du mécanisme de résolution unique (MRU).

7. Sur le papier, le dispositif actuel semble convaincant⁵. Les garanties sont élevées (de 100 000 à 500 000 euros selon les hypothèses, nous n'entrons pas dans le détail ici), les délais d'indemnisation extrêmement rapides (sept jours ouvrés), de sorte qu'en droit et en théorie, les déposants n'ont plus aucune raison de paniquer, même en présence de rumeurs de faillite de leur banque. ■■ Ils sont en principe sûrs de récupérer en moyenne la totalité de leurs dépôts■■, en quelques jours seulement, grâce à l'intervention du Fonds de garantie des dépôts et de résolution, dont les ressources sont alimentées par les banques elles-mêmes (3 milliards d'euros de réserves en 2016, devant être portés à 4,5 milliards d'euros d'ici 2024).

8. Malheureusement, les cas de Chypre et surtout de la Grèce ont déjoué ce pronostic. En dépit d'un mécanisme de garantie des dépôts efficace, Chypre et surtout la Grèce ont connu un mouvement massif de *bank run*, à tel point que les banques ont dû être fermées pendant de nombreuses semaines, les retraits aux distributeurs automatiques de billets rationnés, les transferts de fonds vers l'étranger interdits.

9. Les volets chypriote et grec de la mise en œuvre de la garantie des dépôts ont donné lieu à des contentieux, notamment à l'initiative d'intérêts russes, qui ont beaucoup perdu avec la faillite du système bancaire chypriote, portant sur deux questions : la perte totale du dépôt au-delà du plafond est-elle légale ? Chypre n'aurait-elle pas été forcée par l'Eurogroupe d'accepter des sacrifices disproportionnés ? Sur le premier point, il a été répondu logiquement par la négative, le déposant n'étant pas propriétaire des fonds, mais simple créancier chirographaire, le plafond étant élevé, et l'article 17, § 1 de la Charte européenne des droits fondamentaux respecté⁶. Sur le second, la Cour de justice de l'Union européenne a refusé d'admettre les critiques de Chypre, en considérant qu'elle avait librement accepté les sacrifices imposés⁷. Une telle position, sophistique, ne peut convaincre objectivement que ceux qui la tiennent. La crise justifie ainsi pour certains des atteintes fortes aux règles de droit, ce que ne démentira pas l'arrêt *Mamatras* dans lequel la Cour européenne des droits de l'homme considère que la réduction rétroactive de 53,5 % de la valeur nominale des obligations de la Grèce, avec un allongement de la maturité de deux décennies, ne constitue pas une violation du droit de propriété⁸.

² Dir. 94/19/CE ; le niveau minimal de la garantie était de 20 000 euros.

³ Source : lemonde.fr, 4 mars 2013.

⁴ Dir. 2009/14/CE puis Dir. 2014/49/UE, 16 avr. 2014.

⁵ C. monét. fin., art. L. 312-4-1 et A. 27 oct. 2015.

⁶ CJUE, 26 sept. 2016, aff. C-8/15 P ; l'arrêt refuse de retenir une atteinte démesurée et intolérable portant atteinte à la substance même du droit de propriété des requérants ; l'affirmation relève de l'évidence.

⁷ CJUE, 26 sept. 2016, aff. C-105/15 P, décision qui pose aussi le principe du recours en annulation pour contester les décisions prises.

⁸ V. CEDH, 21 juill. 2016, n° 63066/14, 64297/14 et 66106/14.

10. C'est également le lieu de rappeler que si les créances de garanties étaient cédées de manière multiple, sur le plan international, nous avons montré que la loi la plus à même d'appréhender avec efficacité ces cessions multiples de créances est la loi du cédant, et non la loi du débiteur cédé, en raison de l'effet de concentration produit par les cessions multiples de créances différentes⁹. La doctrine de l'époque, en France, était hostile à une telle position. Mais c'est bien la compétence de la loi du cédant, et non celle du débiteur cédé, qui a guidé les choix de la Convention des Nations unies du 12 décembre 2001 sur la cession de créances dans le commerce international (art. 22 et 30), non encore en vigueur, et qu'aurait dû reprendre le règlement Rome I selon les projets publiés en 2005¹⁰. Car, ainsi que nous l'avons montré dès 1989, le lieu d'établissement du cédant permet une concentration des compétences et une localisation efficace des créances cédées en chaîne, d'où un effet de simplification juridique adapté aux cessions de masses de créances¹¹. La réforme du droit des obligations opérée par l'ordonnance du 10 février 2016 n'est pas de nature à modifier fondamentalement les solutions acquises en matière de loi applicable à la cession de créance ou de contrat.

11. Deux enseignements importants des *bank run* grec et chypriote peuvent être exposés : d'abord, les règles juridiques sont nécessaires, mais parfois insuffisantes à l'établissement de la confiance. Sans confiance, le *bank run* redevient possible, nonobstant l'existence de règles juridiques *a priori* protectrices. En Grèce, c'est la *crise politique* qui a miné la confiance des Grecs envers leurs banques. Ensuite, lorsqu'un *bank run* se déclenche, il reste une parade toute simple pour éviter l'effet de panique et de contagion : ordonner la fermeture physique des agences bancaires, pour stopper le mouvement de panique incontrôlé de retrait des fonds auprès des banques. Le temps que le mouvement de panique se tasse et que la population retrouve ses esprits, les banques auront pu ainsi échapper à la faillite et aux anticipations autoréalisatrices. Il en est ainsi parce que, pour la plupart des clients des banques, il est nécessaire de se déplacer matériellement à l'agence bancaire pour retirer les fonds. Or, rien de tel n'est susceptible d'exister en présence du *stock run*, autrement plus dévastateur pour les banques et le pays qui les accueille sur son territoire, d'où l'impérieuse nécessité pour les pouvoirs publics de le combattre en s'attaquant à ses causes.

Au stock run

12. Pour exprimer le schéma mortifère que nous voulons dénoncer, nous avons forgé l'expression de *stock run*, sur le modèle du *bank run*, et publié le raisonnement dans notre étude « Ordres de bourse »¹², dans la foulée du mécanisme de résolution unique (MRU). Si le *bank run* consiste en un mouvement massif de panique des clients de la banque à ses guichets pour en retirer tous les dépôts, le *stock run* consiste en un mouvement massif de panique des actionnaires de la banque, qui se précipitent sur leurs terminaux d'ordinateurs pour tout vendre, tout liquider, dans la seconde, à tout prix. Si les actionnaires principaux de la banque agissent de la même manière au même moment, le cours de bourse de la banque s'effondre dans la seconde, pour tomber près de zéro. « Quitte à paniquer, paniquez le premier », dit le dicton boursier.

13. Les mécanismes qui vont être décrits dans les paragraphes suivants ne doivent pas être confondus avec la technique mise en œuvre par les banques dans le cadre du passage à Bâle 3. Afin de renforcer leurs fonds

⁹ V. notre thèse, *Les créances en droit international privé*, Paris 2, 1989, ss dir. Y. Loussouarn.

¹⁰ Projet de règlement, art. 13, § 3 : « La loi du pays dans lequel le cédant ou le subrogeant a sa résidence habituelle au moment de la cession ou du transfert régit l'opposabilité de la cession ou de la subrogation aux tiers ».

¹¹ ■■V. spéc. § 656■■■ : « Le risque d'éclatement de la compétence législative est en réalité neutralisé si l'on veut bien accepter de soumettre les créances à la loi du domicile du débiteur de la prestation caractéristique. En effet, la cession portant sur des créances de sommes d'argent, le débiteur de la prestation caractéristique sera toujours le cédant, de telle sorte que l'application de la loi de son domicile assure l'unité législative, quand bien même la cession porterait sur un paquet de créances issues de plusieurs contrats d'exportation ».

¹² T. 3, *Dénouement*, in *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*, § 391-1, « Résolution, *bail-in* et *stock run* ».

propres, notamment de base (le *Core Tier One* ou encore *Common Equity Tier 1* [CET1] ou fonds propres durs), conformément à la nouvelle réglementation, les banques, notamment françaises, ont soit réduit ou supprimé le dividende sur une année donnée, soit proposé le paiement du dividende en actions. Loin d'alimenter une quelconque panique, le procédé a été bien accueilli, qui a permis l'amélioration du niveau de fonds propres de base en douceur (le compromis trouvé en décembre 2017, qui prend en compte les intérêts français, étale la mise en place des coussins de sécurité et leurs modes de calcul jusqu'en 2027¹³), sans faire appel au marché, tout en augmentant la confiance des investisseurs dans les banques qui avaient mis en œuvre cette politique, notamment BNP Paribas et le Crédit agricole.

14. Pour quelles raisons des actionnaires pourraient-ils être poussés à agir de la sorte, dans un mouvement de panique irrationnelle ? La réponse tient dans les choix effectués dans le cadre du MRU, conséquence de la crise de 2008 et de la réforme de la garantie des dépôts, car tout est lié. Sous la pression de l'opinion publique brandissant la morale, et pour combattre l'aléa moral, le législateur européen a remplacé le principe du *bail-out* (la banque est renflouée par les pouvoirs publics) par celui du *bail-in* (la banque doit, en principe, être renflouée par ses actionnaires).

15. Ce faisant, en agissant de la sorte, afin de combattre l'aléa moral et le risque de faillite bancaire¹⁴, le législateur européen a créé une figure destructrice pire que celle du *bank run*, à savoir le *stock run*, qui aggrave et augmente le risque de faillite bancaire sans aucune mesure par rapport au *bail-out*. Les enjeux sont beaucoup trop graves pour se laisser guider par les seuls principes moraux. Car la morale ne doit avoir en l'espèce aucune place. Le législateur européen se trouve lui-même en prise avec l'aléa moral et l'ironie du sort. Loin de réduire l'aléa moral et le risque de faillite bancaire, le choix du *bail-in* les augmente sans commune mesure par rapport au *bail-out*. Le résultat est l'inverse du but recherché. En instaurant le *bail-in*, les États fuient leurs responsabilités et sont enclins à relâcher leur surveillance des banques, puisqu'ils cherchent à se défaire. Or, seuls les États disposent des moyens de contraindre et de surveiller les banques. C'est donc une tâche qui leur incombe et qu'ils ne doivent ni déléguer ni fuir.

16. Max Weber avait pointé en son temps le mécanisme comportemental décrit, à propos des conséquences de l'éthique protestante et du capitalisme en ces termes : l'ascétisme « condamnait, en tant que *covetousness*, la poursuite (...) de la richesse pour elle-même. Car, en elle-même, la richesse est tentation. Mais, ici, l'ascétisme était la force qui "toujours veut le bien et toujours crée le mal"¹⁵, ce mal qui, pour lui, était représenté par la richesse et ses tentations. (...) Si pareil frein de la consommation s'unit à pareille poursuite débridée du gain, le résultat pratique va de soi : le capital se forme par l'épargne forcée ascétique »¹⁶. Avec cette conséquence, à l'opposé du point de départ, que l'ascétisme, qui condamne la richesse au nom de la morale, débouche sur un excès de formation de richesse, et se condamne nécessairement lui-même.

17. Le *bail-out*, mis en œuvre lors de la crise de 2008, a été critiqué par une partie de la classe politique et l'opinion publique, parce qu'il favoriserait l'aléa moral, l'inconscience et la prise de risque excessif de la part des dirigeants de la banque, certains d'être sauvés par les pouvoirs publics en cas de faillite, en raison du risque systémique. Leur imposer le *bail-in* reviendrait à les moraliser et à réduire les comportements à risques, de nature à causer la faillite. Mais, à suivre ce raisonnement, le législateur européen commet une erreur de perspective complète et lourde de conséquences : ce ne sont pas les dirigeants qui seront affectés par le *bail-in*, mais bien plutôt les actionnaires. ■■ Or, ceux-ci sont soit complètement ignorés de la part des pouvoirs publics,

¹³ L'accord trouvé porte principalement sur la détermination du montant des risques pondérés, avec l'introduction de la notion d'un plancher de capital agrégé, le niveau d'agrégation (entité juridique, groupe consolidé) restant à préciser. L'*Output floor* passera sur cette période de 50 % du risque standard (au 1^{er} janvier 2022) à 72,5 % (au 1^{er} janvier 2027) par pas de 5 % puis 2,5 % la dernière année. Le niveau de 72,5 % représente le compromis trouvé entre la France et les USA. Le mode de calcul retenu avantage les banques françaises, en particulier celles dont le ratio CET1 était perçu comme serré par les investisseurs.

¹⁴ Le règlement (UE) n° 575/2013 sur les CoCos est justifié par la lutte contre l'aléa moral et la protection des finances publiques.

¹⁵ Goethe, *Faust*, 1336.

¹⁶ *L'éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, Pocket, 1994, p. 210 et s., pour la version française citée ici.

soit en permanence dénigrés et tournés en objet de mépris, voire de haine, dans les médias et par la classe politique■■, alors qu'ils devraient être au cœur des préoccupations des autorités¹⁷.

18. En vertu de l'article L. 613-31-6 du Code monétaire et financier, les mesures de résolution mises en place par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution ne sont pas, juridiquement, un cas de défaut permettant la résiliation anticipée de ces contrats. Ce texte a été modifié par l'ordonnance n° 2015-1024 du 20 août 2015 transposant en droit français la directive relative à la résolution¹⁸. L'idée principale est que, pour combattre l'aléa moral, l'établissement objet de la résolution doit être renfloué par ses actionnaires, appelés à faire « leur devoir ».

19. Pour les inciter à accepter l'augmentation de capital en cas de pertes, il est par exemple prévu de menacer les actionnaires de convertir les CoCos¹⁹ en actions, conversion qui aurait pour conséquence délibérée de les diluer fortement en fonction de seuils de déclenchement calculés par rapport au ratio des fonds propres durs²⁰. Aussi bien, pour éviter une dilution pénalisante, les actionnaires en place préféreraient-ils exercer leurs droits préférentiels de souscription (DPS) et participer à l'augmentation de capital. Mais le moyen le plus sûr d'éviter la dilution est encore de tout vendre, même avec des pertes (les pertes sont alors stoppées), plutôt que d'aggraver la mise et donc le risque de perte terminale.

20. Par les choix décrits, le législateur européen crée le *stock run*, beaucoup plus dangereux que le *bank run* : à la moindre rumeur de plan de résolution, les actionnaires avertis vendront tout, en un seul clic (le capitalisme moderne se résume à la touche *return*), même à perte, pour éviter le *bail-in*, qui signera leur ruine, comme dans la faillite de la banque portugaise Banco Espírito Santo (BES) durant l'été 2015. Loin de permettre de redresser l'établissement et de combattre l'aléa moral, le *bail-in* est de nature à précipiter sa faillite : ■■la vente massive des titres en bourse de l'établissement provoquera son *collapse*.■■ Ainsi, le *stock run* est bien pire que le *bank run* que le législateur européen veut combattre. Il est pour le moins surprenant que cette faille psychologique et comportementale liée au *bail-in* ait échappé au législateur européen, obnubilé ici, pour une fois, de manière maladroite et à contretemps, par des considérations moralisantes qui ne l'étouffent pas s'agissant de la faveur envers la spéculation à la baisse.

21. Et contrairement au *bank run*, les effets du *stock run* seront amplifiés et démultipliés par la spéculation à la baisse, la vente à découvert, les *put warrants*, le *trading* haute fréquence (THF), le *trash and cash* (casse et encaisse), le *destroy and enjoy* (l'expression est nôtre : détruis et amuse-toi).

22. Car créer les conditions du *stock run* à cause du *bail-in* au sein d'un système qui, de surcroît, favorise et encourage le *destroy and enjoy* révèle également un singulier et préoccupant manque de lucidité des pouvoirs publics. À titre d'illustration, en juin 2017, les autorités boursières espagnoles ont dû imposer en catastrophe l'interdiction pendant un mois des ventes à découvert (VAD) sur les titres de Liberbank, afin d'endiguer un effet de domino pouvant submerger le secteur bancaire espagnol. Cette décision a provoqué un rebond immédiat de 29,3 % à 0,88 euro du titre Liberbank qui, avant ce sursaut, digne du *dead cat bounce*, avait vu sa capitalisation boursière s'effondrer de 45 % « grâce » à la vente à découvert.

23. Par où il apparaît que le rachat ne compense jamais la baisse : il faut une hausse de 100 % pour compenser une baisse de 50 %, de 10 000 % pour une baisse de 99 %. Si la spéculation à la baisse est si bénéfique pour le marché et sa liquidité, pourquoi craindre que son utilisation ait des conséquences dévastatrices ? S'il est dûment établi qu'elle menace l'avenir économique d'un pays, et donc aussi son avenir

¹⁷ J'entends d'ici les protestations indignées de ceux, notamment la classe politique française, qui considèrent que les actionnaires sont trop payés. On rappellera que la bourse française s'est effondrée depuis 2000, que le dividende est au mieux un jeu à somme nulle (en réalité un appauvrissement à cause de la fiscalité) et que les actionnaires ont dû payer quatre fois leurs impôts la même année, en 2013, dans l'indifférence générale, à des taux délirants, allant jusqu'à près de 66 % des sommes distribuées, hors ISF.

¹⁸ Sur laquelle V. A.-C. Muller, « Regards sur la directive Résolution n° 2014/59/UE » : *Bull. Joly Bourse* 2015, p. 578.

¹⁹ CoCos pour *Contingent Convertible Securities*, des titres hybrides, obligations convertibles en actions à seuil de déclenchement en cas de pertes ; V. H. Jérôme Sibone, « L'émission de *contingent convertible bonds* peut-elle réellement contribuer à sauver les banques européennes ? » : *LPA* 2017, n° 102, p. 6.

²⁰ De 5,125 % CET1 selon le règlement (UE) n° 575/2013. Les autorités de contrôle ont refusé de prendre en compte, dans le cadre des *stress tests* de 2014, les CoCos dont le seuil de déclenchement était inférieur à 7 %.

sociétal et politique, pourquoi s'acharner à continuer à l'encourager au lieu de la combattre, sous toutes ses formes (VAD avec « prêt » de titre, VAD nue, *put warrants*, THF permettant la manipulation de cours) ? Les deux propositions précédentes ne peuvent être vraies en même temps ; il faut choisir et il serait temps, avec le recul fourni par l'écoulement de près de deux décennies (la bourse française était à près de 7 000 points en septembre 2000, elle stagne autour des 5 000 points en septembre 2017²¹. À titre de comparaison, lorsque A. Greenspan dénonçait l'exubérance irrationnelle des marchés financiers en 1996, le Dow Jones était autour des 5 400 points. Il est à près de 25 000 points à l'automne 2017. On comprend mieux en ces quelques chiffres la situation économique française actuelle et l'ampleur du déficit public – en droit, on n'impose pas les pertes²²).

24. Le (grand) malaise est accentué par l'incapacité (l'incompétence ?) du législateur européen à fixer le critère de détermination de la valeur des banques, valeur comptable ou valeur de marché, pour le calcul des fonds propres durs dans le cadre du seuil de déclenchement de la conversion des CoCos. Pour rappel à l'attention de ceux qui l'auraient oublié, les cours de bourse de BNP Paribas sont passés de 92 euros à 19 euros (– 79 %), ceux du Crédit agricole de 32 euros à 3 euros (– 90 %), ceux de la Société Générale de 150 euros à 14 euros (– 91 %), et enfin ceux d'Axa de 40 euros à 5 euros (– 87 %), avant de se reprendre quelque peu en 2017, sans que les pertes ne soient aucunement effacées²³. Si le cours de bourse devait être un indicateur de la compétence des dirigeants, le verdict du marché serait accablant, et comme chacun sait dans ce milieu, le marché a toujours raison. Pour certains, le comblement des pertes nécessitera plusieurs décennies de distribution de dividendes (notamment en raison du poids aberrant de la fiscalité française sur le capital, V. *infra*).

25. L'analyse que nous venons d'exposer est d'ores et déjà confortée et établie dans les faits. *Le mal est déjà fait*. Compte tenu de la gravité de la situation, les États de la zone euro devraient impérativement s'entendre pour rétablir le *bail-out* dans le cadre des discussions sur l'Union bancaire et la mise en place du Fonds européen de garantie des dépôts.

26. Il convient à présent de dresser l'état des lieux. Il tient en quatre points. Premièrement, les gérants de portefeuille ne veulent plus mettre en portefeuille les valeurs bancaires, les jugeant trop dangereuses en raison des nouvelles normes juridiques. Qui, en France, parmi les particuliers (hors les salariés des banques), la classe politique, les banquiers, les journalistes, les économistes, détient des actions de banque en direct ? Cela entraîne des aberrations de valorisation, les banques françaises, largement surcapitalisées, extrêmement rentables (dividende offrant un rendement de 5 %, voire plus, alors que les taux d'intérêt à court terme sont négatifs), se payant avec des multiples de valorisation ridicules (PER²⁴ entre 5 et 9 selon les années). Le discrédit du secteur bancaire en bourse est ainsi total, et le capital des banques particulièrement vulnérable, compte tenu de la sous-valorisation en bourse. En d'autres termes, le *bail-in*, par sa simple présence théorique, produit des effets délétères avant même d'avoir été mis en œuvre.

27. La Banque des règlements internationaux (BRI) a pointé cette aberration de valorisation, sans malheureusement en comprendre les causes juridiques. Le 25 juin 2017, elle a fait savoir que l'amélioration de la conjoncture économique mondiale permettait aux grandes banques de tourner la page de la crise financière qui a éclaté en 2007. Cependant, les seuls établissements de la zone euro freinent la reprise économique en Europe. La

²¹ Si le CAC 40 avait suivi une évolution similaire à celle de l'indice *MSCI World Action*, qui reproduit depuis 2000 les différentes crises, il devrait être à 10 400 points. Il stagne lamentablement autour des... 5 200 points fin 2017. Et qu'on ne vienne pas justifier la très mauvaise tenue de la bourse française sur près de vingt ans par l'euro fort, des taux d'intérêt élevés ou de très mauvais résultats des sociétés cotées. Car c'est l'inverse qui s'est passé (forte baisse de l'euro, taux d'intérêt négatifs, explosion des bénéfices des sociétés françaises cotées depuis 2000).

²² Qui s'en souvient ? La France était à la fin des années 1990 le deuxième pays exportateur au monde par habitant. Pour retrouver fin 2017 un niveau équivalent aux 7 000 points nets d'inflation, il faudrait que le CAC 40 soit à 8 900 points, soit près du double de son niveau au même moment.

²³ La France présente la rare particularité de combiner à la fois l'effondrement de la valeur de marché des banques françaises et l'explosion de la dette publique, donc des pertes colossales des contribuables, qui ont pourtant contribué au sauvetage des mêmes banques. Mais c'est bien normal pour un pays qui favorise la spéculation à la baisse depuis 2001 (année de légalisation et de déréglementation des *put warrants*), donc la destruction de richesses.

²⁴ *Price earning ratio*.

BRI considère que les banques mondiales ont fait des progrès en matière de diversification de leurs sources de revenus. Mais elle ajoute que les actuelles valorisations boursières de nombre d'établissements en Europe sont symptomatiques d'une certaine défiance des investisseurs, car le ratio cours-valeur comptable des banques de la zone euro reste sous le seuil de 1, ce qui veut dire, pour parler plus clairement, que la valeur boursière de ces banques est inférieure à leur bilan. Les marchés financiers, grâce aux règles juridiques qui les gouvernent, spécialement en France, détruisent la richesse, au lieu d'en créer, alors que les PER sont inférieurs à 10 et les rendements supérieurs à 5 %.

28. Mais comment pourrait-il en être autrement avec le spectre du *stock run*, lié aux règles du *bail-in* introduites en Europe ? La sous-valorisation pointée par la BRI a une causalité juridique, non économique. Elle conforte notre position, maintes fois exprimée, que le droit est plus important que l'économie. Le droit prime l'économie, et la crise qui frappe la France est juridique avant d'être économique²⁵. Elle n'est donc pas près de prendre fin puisque le refus est manifeste de défaire ce qui a été mal fait depuis près de vingt ans²⁶. La prétendue « amélioration de l'attractivité de la Place de Paris »²⁷, souhaitée par les pouvoirs publics, souffre en réalité d'un grave déficit de crédibilité²⁸ en raison d'annonces contradictoires des mêmes pouvoirs publics durant l'été 2017²⁹.

29. Deuxièmement, et ensuite, au moindre doute, à la moindre rumeur, les vrais actionnaires, avertis, réellement propriétaires des actions cotées (et aussi les propriétaires de pacotille, qui tiennent leurs droits de prêts-emprunts de titres ou de ventes à découvert nues), vendront tout, dans la seconde qui suit, et ne reviendront pas, à cause des risques pour eux liés au *bail-in*. Il faudrait être fou pour accepter d'être le dindon de la farce dans de telles circonstances. L'effet de baisse mimétique sera accentué par l'émission des CoCos, qui sont, comme les dérivés, également cotés et tributaires des variations de marché, à tel point que l'autorité de contrôle anglaise, la *Financial Conduct Authority* (FCA), en a interdit la vente auprès des particuliers depuis 2014 en raison de leur dangerosité. Et ici, contrairement au *bank run*, aucune restriction matérielle n'est possible, il n'est pas nécessaire de se déplacer au guichet de la banque, il n'y aura aucune fermeture des guichets, c'est-à-dire de la bourse elle-même, et le cours de la banque s'effondrera tel un couteau qui tombe. Même lors du 11 septembre 2001 et dans les jours qui ont suivi, les bourses ont coté. C'est l'une de leurs forces.

30. Troisièmement, les exemples récents de mise en œuvre du *bail-in* ont tourné au fiasco juridique, financier, politique et diplomatique. Pour preuve les faillites retentissantes des banques portugaise Banco Espírito Santo (BES) et italienne Monte dei Paschi di Siena, dont les recapitalisations ont tourné au fiasco. ■■ Dans le dossier BES, qui s'est étalé sur plusieurs années, les actionnaires ont tout perdu, et une bonne partie des Portugais ont perdu toute leur épargne. ■■ La banque est finalement passée sous le contrôle d'un fonds

²⁵ V. notre article « Où va la bourse française ? » : *Ius inter gentes* 2014, n° 10.

²⁶ Il faudra à la France de nombreuses décennies pour s'en remettre, plus d'un siècle sans doute, et seulement à partir du moment où les réformes nécessaires auront dûment été mises en œuvre. Ce n'est pas demain la veille. Il a fallu à l'Angleterre un siècle d'austérité pour se remettre du coût de la dette liée aux guerres contre Napoléon 1^{er}. Juste pour donner l'échelle, la FED a annoncé fin septembre 2017 qu'il lui faudra près de huit ans pour réduire la taille de son bilan. Pour dissimuler l'énormité du délai, elle s'est exprimée en mois, sans donner le détail du calcul chiffré en années. Pour la France, en supposant un excédent budgétaire de 12 milliards d'euros par an, après paiement de la charge de la dette, soit plus de 100 milliards d'euros d'économies par an (le montant annuel des niches fiscales est de 100 milliards d'euros), il faudrait près de 120 années pour seulement ramener le déficit dans la limite des 60 % du PIB, et en supposant que les taux d'intérêt restent proches de zéro pendant plus d'un siècle. La postérité évaluera sans complaisance l'action des pouvoirs publics à partir du début des années 2000, qui ont réussi à cribler de dettes par temps de paix un pays prospère (la dette publique aura été multipliée par trois en moins de vingt ans).

²⁷ Et pour qui, d'ailleurs ? Et avec quels moyens ? Que l'État commence par rembourser l'impôt fiscal. Il y gagnera en crédibilité. Une réelle amélioration supposerait d'améliorer l'état du droit tel qu'il existait avant l'arrivée de... Raffarin en 2002.

²⁸ Annoncer une nationalisation brutale contre les intérêts d'une société implantée dans un État membre de l'Union européenne est une curieuse manière de vanter « l'attractivité » de la Place de Paris.

²⁹ Annonce de la création d'une énième taxe sur le capital, pour compenser les pertes fiscales liées à l'invalidation en justice, à la fois par le Conseil constitutionnel et la Cour de justice de l'Union européenne, de la taxe précédente pour violation des droits de l'homme ; finalement, l'IS est porté à 45 %, et les sociétés concernées sont contraintes de verser en décembre 2017 un acompte de... 95 %.

américain pour le cinquième de ce qu'en espérait le gouvernement portugais. Dans le dossier italien, les actionnaires pressentis dans le cadre du *bail-in* ont déserté (quelle surprise !), et c'est l'État italien lui-même qui a dû injecter huit milliards d'euros en 2016, au terme de nombreuses semaines de tergiversation perdues, au prix d'une crise diplomatique entre l'Italie, l'Allemagne et la Banque centrale européenne. Un deuxième plan de sauvetage par des fonds publics a été nécessaire en 2017. Ici, le *bail-in* a fini en *bail-out*, et à quel prix...

31. Si « la preuve est la rançon du droit », le *bail-out* est la rançon du capitalisme. Il est le prix à payer pour échapper au *stock run* qui, lui, est lié au *bail-in*.

32. Enfin, quatrième, le *bail-in* entraîne un autre méfait, celui du relâchement de la surveillance des banques par les États. Le raisonnement est simple. Le *bail-out* postulant le sauvetage des banques par les fonds publics, on comprend aisément que la surveillance des banques par les autorités publiques de contrôle³⁰ soit renforcée, de même que leur coopération, afin de ménager les deniers publics³¹. Le *bail-in* étant conçu pour désengager les États du sauvetage des banques, en passant la tâche aux actionnaires, un raisonnement à courte vue serait de croire que la surveillance des dirigeants de la banque par les actionnaires sera plus poussée. H. Jérôme Sibone a bien résumé le raisonnement des autorités de contrôle dans son article précité : « Le risque de conversion des CCos, tel [*sic*] une épée de Damoclès, permet d'exercer une pression continue sur les actionnaires. En effet, la crainte de la dilution de la valeur de leurs actions et de leur pouvoir au sein de la banque va conduire les actionnaires à surveiller de façon adéquate la gestion des différentes activités de l'établissement et à procéder aux opérations de recapitalisation nécessaires... ; ce sont les actionnaires préexistants qui supporteront le coût et par ricochet, celui de la mauvaise gestion de l'établissement ». Mais ce schéma est une illusion, une vue de l'esprit³², et il sera nécessairement pris en défaut à cause du *stock run* : les actionnaires avertis préféreront quitter le navire dans la seconde qui suit, en vendant tout, même avec une perte, comme dans le film *Margin Call*, où toutes les positions doivent être liquidées à l'ouverture des marchés, à 9 heures. La conclusion de ce qui précède est la suivante : loin de justifier un désengagement des États et un recul de la surveillance, le *bail-in* exige au contraire un renforcement de la surveillance des banques par les autorités publiques de contrôle, sous peine de grave déconvenue.

■33. Il ne faut pas croire, nonobstant le silence de la classe politique, des économistes et des journalistes, il existe bel et bien des opérateurs économiques qui observent les faits décrits (BES, Monte del Paschi di Siena, Deutsche Bank, Commerzbank...), et les évolutions, et qui, surtout, les mémorisent, et ne changeront pas d'avis tant que ces règles mortifères n'auront pas été modifiées. ■ L'un des grands travers de la politique française et européenne, en matière financière, depuis 2000, est d'avoir totalement sacrifié les intérêts légitimes des actionnaires de long terme³³, en n'ayant d'yeux que pour la spéculation à la baisse, qui est l'expression même du *nihilisme*, le *trading* haute fréquence, la destruction de l'obligation de concentration et une fiscalité sur le capital confiscatoire, qui est allée jusqu'à imposer quatre fois le dividende en 2013, à des taux délirants³⁴.

³⁰ Les éléments de langage sont importants ; il est bien question d'autorité de *contrôle*, et non de régulation. L'autorité française s'appelle ACPR, et non ARPR, qui fait suite à l'ACP, elle-même faisant suite à la Commission bancaire, anciennement nommée Commission de contrôle des banques.

³¹ Sur l'analyse de cette coopération, V. Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 3^e éd. 2016.

³² Comment les actionnaires, démunis face à l'opacité des banques et de leur bilan, pourraient-ils mieux les surveiller que les autorités de contrôle, qui disposent de moyens coercitifs et de la coopération internationale ? La réponse est dans la question.

³³ V. nos études « Ordres de bourse », préc., t. 1 pour l'analyse de la MIF 1 et de la MIF 2 et de la fiscalité, et t. 2 et 3 pour l'analyse de la spéculation à la baisse.

³⁴ 17,2 % de CSG + la tranche marginale d'imposition de l'IRPP jusqu'à 50 % appliquée comme si la CSG n'avait pas été prélevée, ce qui augmente de plusieurs points le coût réel de l'impôt + 38 % d'IS (45 % en 2018 avec un acompte de 95 % devant être versé en décembre 2017), payé à la fois par la société et l'actionnaire en raison de la suppression de l'avoir fiscal en 2004 ; V. notre étude « Ordres de bourse, typologie », t. 1, *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*. À de tels niveaux, l'impôt est confiscatoire. En 2013, les actionnaires ont payé à la fois l'impôt de 2012, mais aussi, avec un an d'avance, l'impôt de 2013 qui aurait dû être payé en 2014, dans l'indifférence générale, et en double, en raison de la suppression de l'avoir fiscal. *What next ?*

34. C'est le lieu de souligner que la mise en place progressive et délibérée d'une fiscalité délirante sur les valeurs mobilières en France, à partir de 2004³⁵, n'a eu aucun effet bénéfique sur l'amélioration de la croissance, la baisse du chômage, la hausse de l'investissement, la baisse du déficit public, contrairement aux prétentions de certains économistes. Il n'y a aucune discussion possible à ce sujet. Aucune³⁶. On est même en droit de se demander si cette politique n'a pas concouru à produire l'effet inverse : stagnation de la croissance, explosion du chômage, baisse de l'investissement, explosion du déficit public (les recettes fiscales liées à la bonne tenue de la bourse relèvent d'un passé révolu depuis près de vingt ans).

35. Les conséquences de cette politique discutable, en France, tiennent dans les trois faits suivants : un secteur bancaire sinistré en bourse, une bourse française qui sous-performe les autres grandes places depuis 2000³⁷ (la sous-performance atteindrait près de 120 % selon certains analystes, analyse confortée par la comparaison de l'évolution du CAC 40 avec l'indice *MSCI World Actions*, qui montre une sous-évaluation du CAC 40 de 50 %) avec pour conséquence³⁸ le passage sous contrôle étranger de plusieurs fleurons de la cote et de leurs technologies pour des sommes correspondant à quelques mois de chiffre d'affaires ; une liquidité inexistante, faute d'actionnaires en France, lorsque Wall Street est fermé, nonobstant la vente à découvert et le *trading* haute fréquence, censés fournir, selon l'AMF, de la liquidité (courant automne 2016, les volumes d'échanges sur le CAC 40 n'ont été que de quelques centaines de millions d'euros, soit environ zéro et quelques pourcentages de la capitalisation boursière, le jour où Wall Street était fermé : voilà à quoi se résume la liquidité de la Place de Paris ; il en a été de même lors du *Memorial Day*, en mai 2017, Cercle finance décrivant la bourse française en ces termes : néant et coma, des qualificatifs appropriés pour la cinquième puissance mondiale).

³⁵ Suppression de l'avoir fiscal par Raffarin en 2004, sans que le Conseil constitutionnel soit saisi, alors que, lorsque Jospin avait fait voter cette suppression en 1997, le Conseil constitutionnel, dûment saisi, l'avait déclarée contraire à la Constitution en raison de la double imposition des bénéficiaires ; V. notre article « De l'illégalité de la suppression de l'avoir fiscal » : *LPA* 2006, n° 65, p. 4.

³⁶ Au sens propre du terme. Le sujet est tabou. C'est la rente immobilière qu'il faudrait taxer. Par ses excès, dus à la bulle immobilière, mesurée par les banques, dont UBS, elle étouffe la croissance. Elle étrangle les marges et la rentabilité des entreprises (fait mesuré par l'OCDE), dans des proportions plus élevées que le « coût » du travail, elle détourne l'investissement, elle empêche les jeunes entrants (jeunes ménages, jeunes entrepreneurs) de s'installer, elle aggrave les inégalités. Depuis les années 1990, le patrimoine net immobilier des ménages est passé de 125 % à 255 % du PIB. Dans le même temps, la bourse s'effondrait, passant de 7 000 à 2 400 points, avant de se stabiliser péniblement autour des 5 000 points près de vingt ans plus tard.

³⁷ V. notre article « Où va la bourse française ? » : *Ius inter gentes* 2014, n° 10.

³⁸ La France a d'ores et déjà perdu le contrôle de sa souveraineté économique. Ce n'est pas une opinion mais un fait, corroboré par l'état de coma végétatif de la bourse française lorsque Wall Street est fermé, ou encore par le rendement famélique de la taxe sur les transactions financières (TTF), qui ne rapporte que quelques centaines de millions d'euros par an, très loin des dizaines de milliards escomptés. Les faits s'expliquent rarement par eux-mêmes. Qui dénierait cette réalité doit se poser les questions suivantes : qui détient la dette publique de la France ? Qui détient le capital des sociétés « françaises » cotées ? Où vont les dizaines de milliards d'euros de dividendes versés chaque année par ces sociétés ? Moins de deux décennies, par temps de paix, auront suffi à obtenir ce résultat, qui n'est pas le fruit du hasard, mais la conséquence d'une politique *juridique* menée depuis 2000. *Car il a quand même fallu changer la loi pour en arriver là*. Nous avons commencé à alerter sur les conséquences prévisibles à partir de... 2001. Le refus obstiné de remettre en cause cette politique délétère, peu importe les conséquences mises en lumière par le recul fourni par près de deux décennies, est en soi révélateur. *Le temps perdu ne se retrouve pas*.