

SPLIT BANKING !

PIERRE-HENRI LEROY*

Le système économique qui régit la planète en ce début de troisième millénaire présente, sans doute, d'évidentes qualités : jamais dans l'histoire, les échanges n'ont atteint une telle intensité, jamais les agents n'ont été aussi nombreux, leur confort collectif aussi élevé sur fond d'innovation et d'une formidable réactivité de l'offre par rapport à la demande solvable. Pourtant, la communauté humaine, dans son éternelle jeunesse, semble loin de s'accorder sur les mérites du système, et ses responsables se sentent impuissants face à l'incertitude que dessinent les marchés, leurs bulles aux risques systémiques, leur brutalité destructrice et leurs indécentes inégalités.

À peine sorties du débat libéralisme/dirigisme, qui aura occupé le siècle passé et qui lui a tant coûté, les élites seraient bien inspirées de remédier aux défauts de la machine économique libérale. Le grand argentier américain, Paul

Volcker, l'a rappelé, fort à propos, lors de son passage à Paris à la Fédération bancaire française¹ en février 2003 : « Si nous souhaitons être un modèle crédible pour les pays émergents, il faut balayer devant notre porte. Cette situation exige donc une vraie réponse, et non pas l'attitude de dénégation qui existe, parfois, chez certains, aux États-Unis et ailleurs. Ce sentiment qu'il suffit d'attendre quelques mois, un an, pour que tout le monde oublie les scandales. Cela ne suffira pas, il faut donc mettre en place des réformes ».

L'observation des marchés financiers au service de la gestion collective sur la décennie passée fait apparaître un déséquilibre organique entre les émetteurs de valeurs mobilières et les acheteurs de valeurs mobilières, autrement dit entre les sociétés avides de capitaux et d'appréciation rapide des cours et les investisseurs avides de sécurité et de valeur, entre le *sell side* et

* Fondateur de Proxinvest.

la *buy side* : cette réalité nous semble pouvoir apparaître comme un facteur possible des désordres que nous connaissons.

En fait, ce déséquilibre ne suffit pas à expliquer par lui-même la surévaluation chronique des actifs et la volatilité excessive des marchés : il convient de remonter plus haut dans la chaîne des responsabilités. Toutes ces anomalies semblent indirectement causées par le cumul, par le système bancaire, de deux privilèges contradictoires : celui de protéger l'épargne et procurer du crédit à l'économie réservée, en principe, aux banques de dépôt dites banques commerciales ou de gestion collective, d'une part, et, d'autre part, le privilège d'assurer la prise ferme des opérations primaires d'émission d'actions, l'allocation du capital réservée, en principe, aux maisons de titres ou aux banques d'investissement. Les crises et les abus, si justement dénoncés ces dernières années, semblent pouvoir être rapportés à l'incompatibilité fondamentale des deux métiers de banque commerciale et de banque d'investissement et, accessoirement, à la vacuité du concept de « mur de Chine » destiné à ménager les conflits d'intérêts entre les différents métiers.

La réforme proposée que suggère cette analyse (si elle est vérifiée) est alors simple : revenir au Glass Steagall Act, c'est-à-dire dissocier, partout dans le monde, les métiers, anormalement confondus, du risque de crédit de la gestion pour compte de tiers et du risque en capital. Une telle réforme ne demanderait aucun budget, elle ne taxera donc personne et pourrait se faire en douceur sous réserve d'un accord universel. Même si d'éminentes

personnalités de la finance américaine, telle Félix Rohatyn, l'appellent, d'ores et déjà, de leurs vœux, il faudra, sans doute, d'autres crises Enron, Vivendi, ou France Télécom, et d'autres krachs, pour définir les transformations nécessaires.

LE CONTRÔLE DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LES AGENTS DES ÉMETTEURS

Contrairement à l'idée reçue selon laquelle les actionnaires et autres investisseurs feraient la loi, les marchés financiers sont, en pratique, contrôlés (et ceci dans tous les pays) par les émetteurs de valeurs mobilières, c'est-à-dire les sociétés cotées, ou, plus précisément, par leurs agents, dirigeants d'entreprises, banquiers et intermédiaires.

Cette situation de fait n'est pas, en soi, choquante ; le courtage a partout créé la Bourse, avec l'immense avantage d'allocations de fonds propres que l'on sait. Tandis que les investisseurs sont, en général, passifs, ce sont les sociétés et les banques d'investissement qui prennent l'initiative de l'appel public à l'épargne par émissions de valeurs mobilières ; ceci avec l'aide d'analystes qu'ils rémunèrent, de sociétés de Bourse et intermédiaires de placement qu'ils rémunèrent, d'autorités de marché et de compensation qu'ils rémunèrent, enfin de journaux financiers dont ils financent la publicité.

Le marché d'émission tient, ainsi, le haut du pavé et, naturellement, l'essentiel de l'opinion du marché : la

qualité du papier proposé, la stratégie annoncée ou l'intégrité des dirigeants sont rarement mises en doute par les acteurs du *sell side*.

Ce qui est vrai au niveau de la mise sur le marché d'un titre est aussi vrai de sa vie ultérieure et, en particulier, du contrôle des dirigeants des sociétés par leurs administrateurs et leurs actionnaires. Un bref passage en assemblée générale permet de vérifier le fait. Jusqu'en 1995, la moyenne du taux d'approbation des résolutions en assemblée générale dépassait 99 % pour les décisions les plus contraires aux intérêts des actionnaires eux-mêmes. En 2002, le taux moyen d'approbation est encore de 98 % en France, et la plupart des résolutions contraires aux recommandations Viénot, Bouton, ou autres, passent encore haut la main.

L'observation détaillée des décisions ainsi approuvées par les actionnaires ne cesse d'étonner : les décisions les plus inéquitables, qu'il s'agisse de clauses statutaires protectionnistes, de conventions abusives, ou d'opérations financières pénalisant immédiatement les actionnaires minoritaires (comme fréquemment les fusions de sociétés cotées avec leur holding de contrôle), sont encore approuvées à la quasi-unanimité par les investisseurs. Il faudrait toute la pression d'une grande mobilisation médiatique pour voir rejeter en assemblée générale telle rémunération abusive ou telle opération inéquitable...

Rien d'étonnant : les sociétés de gestion appartiennent, pour la plupart, aux grands groupes bancaires et votent encore peu, et les assemblées générales sont organisées et encadrées par l'émetteur : c'est donc aux dirigeants que les

services titres des banques apporteront leur coopération, vérifiant avec un soin zélé la qualité d'actionnaire des détenteurs de tout bulletin dissident et assurant un maximum d'envois de pouvoirs en blanc au président.

Quant aux autorités de tutelle des marchés, rémunérées sur cotisations des émetteurs, elles appartiennent à l'univers mental de ces derniers : il s'agit pour elles, certes, de protéger l'épargne publique, mais l'épargnant ou ses défenseurs, trop faibles, seront peu entendus, tandis que la grande société, réserve de pouvoir, sera l'objet des sollicitudes du gendarme de la Bourse.

L'observation des marges d'intermédiation du système bancaire est révélatrice sur ce point. Du côté du *sell side*, celui des banquiers d'affaires du syndicat de placement, elles pourront s'établir à 3 % pour la prise ferme d'une émission lors d'une augmentation de capital, par exemple : de l'autre côté, celui des acheteurs de valeurs mobilières, de la gestion collective, ou *buy side*, la rémunération de l'achat ne sera que de 1 % par an pour la gestion d'un portefeuille, soit une rémunération ponctuellement mille fois inférieure.

LES DISTORSIONS DES COMPORTEMENTS GÉNÉRÉES PAR LA BANQUE UNIVERSELLE

À l'issue de la grande crise, le Glass Steagall Act de 1933 avait procédé à la séparation radicale des activités bancaires de collecte de dépôts des activités de marché. En interdisant aux

banques américaines ce qu'elles font aujourd'hui comme toutes les banques européennes, le Congrès avait voulu protéger l'épargne des conséquences dramatiques de la volatilité des marchés. Jusqu'au milieu des années 1980, toute participation directe ou indirecte aux opérations d'émission, de prise ferme, de courtage et de vente publique de titres était, ainsi, interdite aux banques américaines : leur développement était aussi limité au périmètre d'un État. Mais la prospérité des euro-marchés et l'absence de ce type de contraintes en dehors des États-Unis auront finalement conduit à la révision progressive de la loi bancaire et à l'abolition finale du Glass Steagall Act, en 1999.

Cette évolution a permis le développement de géants bancaires universels et, malgré le recours au concept incontrôlable de séparations internes entre diverses activités ou « murs de Chine », une confusion des fonctions de dépositaire, de crédit, de prise ferme, de placement, de gestion. La conséquence de ce cumul des métiers est, en effet, leur concurrence naturelle au sein des mêmes groupes financiers : l'intérêt du gros client industriel qui augmente son capital n'est pas le même que celui du déposant soucieux de son épargne, et l'intérêt du banquier-conseil d'une fusion peut être naturellement opposé à celui de la gestion d'actifs du même établissement.

Or, l'histoire interne des grandes banques est celle de la vassalité des réseaux, du crédit aux particuliers et PME et de la gestion d'actifs, métiers modestes vis-à-vis des métiers nobles des relations grandes entreprises, marchés de capitaux, ou opérations inter-

nationales. Les réseaux fondés sur l'oligopole de la collecte de l'épargne deviennent alors collecteurs de fonds propres au service des grandes opérations à haut risque des banquiers d'investissement. Les dérivés de crédit fondés sur les meilleures signatures sont alors mis à la disposition du syndicat de placement primaire chargé de maximiser les revenus de commissions.

Ainsi, au lieu d'investir dans le développement de moyens de paiement ou dans le financement de petites entreprises locales, les grands établissements bancaires concentrent leurs moyens sur les risques mutualisés par la solidarité de place.

Ainsi, voit-on les banques françaises menacées de perdre leurs fonds propres au service des grandes entreprises, France Télécom et Alstom, jusqu'à ce que l'État soit appelé à la rescousse, et une banque centrale italienne perdre impunément plusieurs centaines de millions de dollars dans le gigantesque fonds à risque LTCM (Long Term Management Capital).

Ici, intervient alors une distorsion originale : le contrôle de gestion bancaire doit allouer, après chaque opération, le résultat de celle-ci aux divers secteurs concernés : banque de conseil, placement primaire, crédit, gestion d'actifs ; sa faveur ira naturellement au secteur le plus risqué et le plus gourmand en capitaux, mais aussi à celui qui n'étale pas le revenu sur plusieurs années, la banque d'investissement. La gestion pour compte de tiers, ou le crédit, sans lesquels nombre d'opérations n'auraient pas été possibles, ne recevront, eux, que le minimum. De ce fait, les marges de ces industries baissent universellement,

les gestions pour compte de tiers rognent leurs coûts et se font une dure concurrence, tandis que la banque d'affaires prospère. Ainsi, indirectement, les résultats qui proviennent de l'activité de crédit ou de gestion de capitaux semblent utilisés pour financer la prise ferme et la garantie des opérations de croissance externes.

Extérioriser, « marchéiser », tels sont alors les maîtres mots des services offerts aux grands émetteurs, afin de leur permettre d'accélérer la valorisation en Bourse du passé plutôt que de développer les technologies du présent. En agence, la clientèle des particuliers est traitée sans égard, administrativement : on lui vend un service anonyme, plus ou moins corrélé au marché, on indexe ses portefeuilles de titres dans les sicav de la banque pourvues de garanties, dont la principale caractéristique est de rapporter à l'établissement. Plus gravement, les jeunes pousses, les PME créatrices d'emplois, ne trouvent ni crédits, ni services auprès de réseaux bancaires essentiellement distributeurs, peu empressés d'autres efforts dans un marché d'oligopole.

L'IMPLICATION OBLIGÉE DU POLITIQUE SUR LE SYSTÈME FINANCIER

S'il est légitime que le contribuable refinance en cas de crise le système d'épargne, on comprend moins qu'il doive éponger les erreurs de la banque d'affaires ou le résultat malheureux d'opérations spéculatives sur titres ou sur l'immobilier, le plus souvent faites

par des banquiers qui ont failli à leurs obligations de prudence : rien ne les empêchera de collecter leurs bonus astronomiques et de recommencer.

On présume ici, à l'inverse, que si les activités de crédit, d'une part, et de gestion collective, d'autre part, avaient disposé d'une meilleure autonomie, elles auraient mieux freiné les opérations financières abusives des Enron et autres Vivendi Universal, France Télécom et autres Alstom.

Certes, la dissociation de ces métiers par nature conflictuels est pourtant organisée tant bien que mal au sein des établissements bancaires : règlements de déontologie, commissions des conflits, postes de déontologue maison, se sont multipliés ces dernières années. Les rapports sur le contrôle des risques et des *process* de l'entreprise viennent ajouter au poids administratif croissant d'établissements à dominante bureaucratique. Mais l'appartenance au même groupe, la concurrence pour les postes les plus en vue du même ensemble rendent surhumains le respect effectif de telles frontières artificielles.

La seule dissociation raisonnable est donc une dissociation légale par simple scission des métiers financiers d'essence différente : crédits, dépôts et transferts, d'une part, gestion collective et assurances, d'autre part, et, enfin, banques d'affaires courtage. L'interdiction mutuelle de possession d'actions des métiers concurrents s'imposerait et, pour le crédit, l'interdiction pure et simple de détention d'actions et actifs immobiliers hors couverture stable de fonds propres. Un tel partage du monde financier mettrait fin à l'empilement bureaucratique

d'activités de contrôle, redynamiserait les métiers et réactiverait l'acuité des marchés par un meilleur équilibre entre le *sell side* et le *buy side*.

Il semble qu'il soit, en 2003, plus que jamais utile de s'interroger sur les anomalies du système de banque universelle, dont la pratique semble à l'ori-

gine d'une fracture toujours plus profonde entre le monde bancaire et le monde de l'entreprise industrielle ou du chômeur en quête d'emploi. Mais seul le politique, qui est à l'origine de cette confusion des métiers et qui acceptait trop facilement d'en mettre les conséquences à la charge du contribuable, pourra y mettre fin par une initiative internationale de longue haleine.

NOTE

1. Cf. l'article de Paul Volcker dans cet ouvrage.