
L'AFFAIRE MERRILL LYNCH: LE HOLP-UP DE LA DÉCENNIE

SÉBASTIEN VANNEROT

Vice-Président du Cercle Alexis de Tocqueville

Le 7 août dernier, le juge Rakoff appartenant à la US District Court (Southern District of New York) a refusé l'homologation judiciaire d'un projet de transaction entre la SEC et Bank of America. Cet événement juridique n'est que le énième rebondissement de l'histoire édifiante des bonus à Wall Street et plus particulièrement ceux de Merrill Lynch. Cette affaire intervient quelques semaines seulement après la publication du fracassant rapport¹ du Procureur Général de l'État de New York – Monsieur Andrew M. Cuomo - sur les bonus des plus grandes institutions financières américaines et pour lequel Bank of America², qui a absorbé Merrill Lynch³ le 1^{er} janvier dernier, s'était déjà faite remarquée. Voici la surprenante histoire de ce fiasco judiciaire et économique...

L histoire commence le 3 août 2009 lorsque la SEC assigna⁴ Bank of America (BoA) en raison de déclarations matérielles fausses et trompeuses contenues dans le *proxy statement* enregistré conjointement avec Merrill Lynch auprès de la SEC⁵ dans le cadre de leur projet de fusion, débuté en septembre 2008.

A la fin de l'été 2008, dans le sillage des rumeurs de faillite prochaine de Lehmann Brother et de l'onde de choc probable que cela allait provoquer, la direction de Merrill Lynch commença à explorer la possibilité de fusionner avec une banque de dépôt, beaucoup plus solides financièrement que les banques d'investissement en raison du *Bank Act of 1933*.

Le 13 septembre 2008, des discussions préliminaires eurent eu lieu entre les Présidents de Merrill Lynch et BoA puis, le même jour, les équipes deux banques débutaient les négociations des termes de la possible fusion entre ces deux entités, fusion qui fut annoncée avec fracas le 15 septembre 2008.

Pour comprendre le sens et la rapidité de cette démarche ainsi que la raison du choix d'une banque de dépôt plutôt qu'une banque d'investissement, il faut se remémorer le contexte dans lequel cette fusion a été décidée.

* * *

En novembre 2007, Merrill Lynch annonçait une provision pour dépréciation de l'ordre de 8,4 milliards de dollars en raison d'une dégradation du contexte économique entraînant l'apparition de défauts de paiement importants des *subprimes* et concomitamment des premiers contentieux significatifs à ce sujet suite à la prise de conscience de certains investisseurs.

Cette dépréciation inattendue dans son montant ainsi que la tentative d'approche - sans autorisation préalable de son conseil d'administration - de Wachovia ⁶ dans l'objectif de fusionner valurent sa place au Président au Merrill Lynch, E. Stanley O'Neal.

En décembre 2007, Merrill Lynch annonça qu'elle vendait son activité de financement commercial à General Electric ainsi que d'autres importantes participations à Temasek Holdings, le fonds souverain singapourien. Ces cessions permirent de réunir plus de 6 milliards de dollars d'argent frais.

En juillet 2008, le nouveau PDG de Merrill Lynch - John Thain - annonçait à son tour 4,9 milliards de dollars de pertes pour le seul quatrième trimestre 2007... En un an, Merrill Lynch avait donc perdu plus de 19,2 milliards de dollars, au rythme effréné de 52 millions de dollars par jour.

Immédiatement à la suite de cette nouvelle, la cote de Merrill Lynch sur le NYSE dévissa...

Deux semaines plus tard, Merrill Lynch annonça la vente de certains de ses hedge funds et instruments financiers dans l'optique de réduire son exposition aux subprimes et renforcer ses fonds propres, sérieusement entamés. Temasek Holdings, le fonds souverain singapourien, racheta également ces fonds et augmenta sa participation jusqu'à détenir 14% de Merrill Lynch.

Mi-août 2008, le Procureur Général de New York, Andrew Cuomo, menaçait Merrill Lynch d'une action en justice en raison de la diffusion d'informations erronées sur le niveau de risque des instruments financiers basés sur les hypothèques et prêts hypothécaires, les fameux *subprimes*.

Quasiment au même moment, la presse révéla, qu'à la suite d'un montage fiscal et juridique discutable, Merrill Lynch avait transféré près de 29 milliards de dollars de pertes à sa filiale britannique de sorte que le montant ainsi transféré venait neutraliser l'impôt des sociétés dû au Royaume-Uni au titre de cet exercice mais aussi, grâce à la législation fiscale britannique autorisant le report en avant infini des déficits, de neutraliser tout impôt sur les sociétés dû au Royaume-Uni pendant des décennies et décennies. A en croire les calculs du Financial Times, le journal estime, sur la base des résultats de l'exercice 2006 de cette filiale, que Merrill Lynch UK ne paierait pas d'impôts sur les sociétés au Royaume-Uni avant 2070 ⁷.

Le 22 août 2008, Merrill Lynch annonça avoir trouvé un accord dans le différend qui l'opposait au Secrétaire d'État du Massachusetts⁸ à la fois au sujet de sa gestion de la trésorerie de la ville de Springfield (MA) (elle avait investi pour le compte de la ville plus de 14 millions de dollars en CDO en contravention du mandat de gestion qui lui avait été donné) et au sujet de certaines obligations municipales de type «*auction rate securities*»⁹ commercialisées par Merrill Lynch et huit (8) autres banques d'investissement (Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley, UBS et Wachovia)¹⁰. Au terme de cet accord, Merrill Lynch s'engagea à rembourser la majorité de ses clients ayant acheté des *auction rate securities*.

Le 5 septembre 2008, William Tanona, analyste financier de Goldman Sachs, modifia – au vu de ces événements - sa recommandation au sujet de l'action Merrill Lynch pour la placer dans la catégorie «à vendre»¹¹. Il fut le seul. Les autres analystes continuèrent à recommander «d'acheter» ou «d'accumuler» ce même titre, certains allant même jusqu'à viser un cours optimum à 98\$¹²!

A posteriori, on pourrait se questionner quant à la clairvoyance de cet analyste compte tenu des événements ultérieurs et traitements fondamentalement différents réservés par l'administration américaine à Lehmann Brother, Goldman Sachs et Merrill Lynch...

Courant septembre, la presse spécialisée (Bloomberg notamment) fit également mention de l'existence de pertes extrêmement importantes (environ 52 milliards de dollars) de Merrill Lynch liées à la dépréciation de la valeur des CDO¹³ détenues en portefeuille.

* * *

L'ensemble de ces événements, remis dans le contexte de pré-panique de l'époque, ont fortement érodé la confiance des partenaires de Merrill Lynch, notamment dans sa capacité de financement et de contrepartie sur le marché, et ont conduit la direction de Merrill Lynch - d'autant plus consciente de ses propres difficultés que certaines étaient sciemment dissimulées au public - à tenter de trouver rapidement un partenaire auquel elle pourrait s'adosser afin de mieux surmonter la crise à venir.

Il faut savoir qu'aux États-Unis le second *Glass-Steagall Act* du 16 juin 1933 (plus connu sous le nom de *Bank Act of 1933*) avait instauré une stricte séparation entre banques d'investissement, banques de dépôt et compagnies d'assurance suite à la crise de 1929 et avait également permis la création de la Federal Deposit Insurance Corporation chargée d'assurer les dépôts confiés aux banques de détail.

Cette séparation fut abrogée le 12 novembre 1999 sous l'administration de George W. Bush Jr par la promulgation du *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLBA), également connu sous le nom de *Financial Services Modernization Act of 1999*, permettant ainsi la création de banques universelles, telles qu'en France notamment.

* * *

De la rapidité de l'annonce et de l'exécution de cette fusion dépendait la survie de Merrill Lynch.

Les principaux termes de la transaction entre Merrill Lynch et BoA furent donc négociés durant le week-end du 13 au 14 septembre 2008.

Une des questions-clés abordées lors des négociations fut la capacité de Merrill Lynch à payer les bonus discrétionnaires de fin d'année [2008] à ses dirigeants et salariés conformément au programme de rémunération variable incitative (« *Variable Incentive Compensation Program* » ou VICP), le principal programme de bonus annuels des employés de Merrill Lynch.

Sur ce point, BoA a – dans le cadre de ces discussions - autorisé Merrill Lynch à payer ces bonus de fin d'année mais pour un montant maximal de 5,8 milliards de dollars et sous réserve que 4,5 milliards seulement soient enregistrés en charges dans le compte de résultat de Merrill Lynch au titre de l'exercice 2008. BoA et Merrill Lynch convinrent ainsi que soixante pour cent (60%) des bonus de fin d'année de Merrill Lynch seraient payés en numéraire et le solde (40%) en actions et que la répartition des bonus et la validation finale de la composition de ces derniers (numéraire v. actions) serait opérées par Merrill Lynch en consultation avec BoA.

* * *

Le 14 septembre 2008, les termes du projet de fusion, incluant la partie relative aux modalités de paiement des bonus de Merrill Lynch, furent présentés aux conseils d'administration de BoA et Merrill Lynch.

La fusion était basée sur un échange d'actions fixé à une parité de 0,8595 action BoA pour une (1) action Merrill Lynch, ce qui aboutissait à valoriser Merrill Lynch à environ 50 milliards de dollars. La valorisation retenue de 29,00\$ par action Merrill Lynch représentait une surprime significative de 11,95 \$ par action en comparaison de sa valeur de marché (17,05 \$ à la clôture du NYSE le 12 septembre 2008) et 1,8 fois leur valeur d'inventaire dans les comptes de Merrill Lynch. Joli cadeau aux actionnaires de Merrill Lynch!

Suite à cette annonce, les conseils d'administration de BoA et Merrill Lynch adoptèrent en des termes identiques les conditions juridiques et financières de cette fusion, en ce compris l'accord de BoA concernant le paiement des bonus de fin d'année de Merrill Lynch.

Pour d'obscures raisons, les dispositions contractuelles relatives au paiement des bonus VICP étaient incluses dans une annexe au traité de fusion, plutôt que dans le corps même du traité.

Les stipulations de cette annexe étaient les suivantes :

5.2(b)(iii), 5.2(c)(i) et 5.2(c)II – Le programme de rémunération variable incitative (« VICP ») concernant l'année 2008 (incluant sans limitation toute attribution de VICP garantie ou toute autre attribution proportionnelle ou autre droit au VICP payable, payée ou attribuée dans le cadre du départ d'anciens salariés) peut être attribué à des niveaux qui (i) ne doivent pas excéder 5,8 milliards de dollars au total (en ce compris les bonus en numéraire et les dates de valeur des récompenses incitatives à long terme attribuées)... et (ii) qui n'entraîneraient pas une coût global lié à l'ensemble du VICP supérieure à 4,5 milliards de dollars sur 2008... Soixante pour cent du plan total de VICP doit être attribué en numéraire et quarante pour cent en incitations à long terme, soit sous forme d'actions soit sous forme d'attributions en numéraire à long terme. La composition (numéraire v. incitation à long terme) ainsi que les termes et conditions de ces incitations à long terme doivent être déterminés par Merrill Lynch en consultation avec Bank of America. L'allocation du VICP 2008 entre les employés éligibles doit être déterminée par Merrill Lynch en consultation avec Bank of America.

Le seul problème était qu'une clause du contrat stipulait que Merrill Lynch n'avait aucun pouvoir de faire et s'engageait à ne pas payer de bonus discrétionnaires à ses salariés. Cet engagement était inclus dans le chapitre intitulé « *Company Forbearances* »¹⁴ présent dans le corps du contrat, lequel indiquait que « *sauf tel que stipulé dans cette section 5.2, Merrill Lynch ne devra pas [...] sans l'accord de BoA réaliser l'une quelconque des dix-huit actions énumérées avant la réalisation de la fusion.* »

Parmi ces interdictions, relatives notamment aux ressources humaines, Merrill Lynch avait accepté et s'était engagée à ne pas « *payer tout montant à ses dirigeants, mandataires sociaux ou employés qui ne serait pas imposé par tout plan ou contrat en cours (à l'exception des salaires de base dans le cadre ordinaire des affaires)* ». Bien que ce chapitre « *Company Forbearances* » se référât de manière générique à des exceptions figurant en Annexe, aucune indication quant à la nature, le nombre ou encore l'emplacement de ces exceptions n'apparaissait dans le corps du traité de fusion.

Le 3 novembre 2008, BoA et Merrill Lynch déposèrent auprès de la SEC leur *proxy statement* conjoint et définitif convoquant leurs actionnaires respectifs en vue de l'approbation de cette fusion. Les deux sociétés expédièrent par courrier une copie de ce document à tous leurs actionnaires pour les deux assemblées générales prévues le 5 décembre 2008.

Ce *proxy statement* procurait aux actionnaires des informations sur les situations financières des deux sociétés ainsi que sur les détails de la fusion proposée. En annexe de ce *proxy statement*, les actionnaires pouvaient trouver le texte complet du traité de fusion, à l'exception de l'annexe concernant l'accord de BoA relatif au paiement des bonus VICP de Merrill Lynch.

Cette annexe ne fut jamais communiquée aux actionnaires préalablement aux deux assemblées générales du 5 décembre 2008.

En clair, non seulement le *proxy statement* était matériellement inexact en raison de l'omission de cette annexe mais les « *Company Forbearances* » contenus dans le corps du traité laissaient présager le contraire, à savoir que Merrill Lynch ne paierait pas de bonus à ses employés.

Les actionnaires n'auraient jamais pu deviner - compte tenu de la rédaction et de la structuration du traité de fusion - que BoA avait en réalité déjà accepté le paiement des bonus de Merrill Lynch dans la mesure où ce dernier fusion indiquait expressément que seuls les engagements salariaux contractuels seraient honorés, sauf mention contraire expresse... qui ne renvoyait à aucun document existant...

Pour remettre les choses dans leur contexte, il faut réaliser que le montant des bonus discrétionnaires - dont le paiement avait été (secrètement) autorisé par BoA - représentait près de 12% du montant de la transaction, 30% de la valeur réelle des titres de Merrill Lynch ou encore plus de 8% du montant total des disponibilités de Merrill Lynch au 31 décembre 2008...

Rapidement après l'annonce du vote de la fusion par les actionnaires, la direction de Merrill Lynch s'organisa pour payer les bonus 2008. A la fin du mois de septembre, cette même direction avait avancé le calendrier d'approbation de l'enveloppe des bonus ainsi que l'époque de leur paiement.

Jusqu'à cette opportune modification du calendrier, l'usage en vigueur les années précédentes chez Merrill Lynch voulait que toute décision définitive sur le montant de l'enveloppe et la répartition des bonus ne se fasse qu'en janvier suivant l'année au titre de laquelle les bonus étaient payés afin de pouvoir notamment en apprécier le montant par rapport aux résultats de l'exercice dans son entier.

En avançant ainsi le calendrier, le comité des rémunérations - dépendant du conseil d'administration de Merrill Lynch - avait prévu d'approuver le montant final de l'enveloppe de bonus début décembre 2008, soit plus de trois semaines avant la clôture de l'exercice mais surtout avant la réalisation de la fusion avec BoA.

Le 11 novembre 2008, soit une semaine après que Merrill Lynch eut déposé son *proxy statement* auprès de la SEC en vue de l'assemblée générale du 5 décembre 2008, ce même comité des rémunérations décida que la validation finale de l'enveloppe de bonus interviendrait le 8 décembre (soit 3 jours après l'assemblée générale), que le montant des bonus serait communiqué aux employés le 22 décembre pour un paiement de la partie en numéraire le 31 décembre 2008 au plus tard, soit la veille de la réalisation de la fusion avec BoA. Cette dernière fut informée de ces développements et de ce calendrier le 12 novembre 2008.

Au cours de négociations intervenues en septembre 2008, les deux banques ne trouvèrent pas d'accord concernant le montant des bonus versés aux cinq plus hauts dirigeants de Merrill Lynch. Comme indiqué dans le *proxy statement* relatif à l'exercice 2007, ces cinq dirigeants n'avaient perçu aucun bonus de fin d'année en 2007 en raison des mauvais résultats de la société, à savoir 7,8 milliards de pertes.

En septembre 2008, date à laquelle l'avancement du calendrier fut décidé, les résultats de Merrill Lynch pour les huit premiers mois de 2008 étaient déjà pires (12 milliards de pertes) que ceux réalisés au titre de l'année 2007 complète (7,8 milliards).

Malgré cela, dans les semaines de septembre qui suivirent l'annonce du projet de fusion, la direction de Merrill Lynch envisagea de verser plus de 130 millions de dollars de bonus à ses cinq plus hauts dirigeants au titre du VICP. Merrill Lynch informa BoA de ses intentions et des discussions quant au montant de ces bonus se tinrent au cours de l'automne 2008.

Fin novembre 2008, le montant de l'enveloppe globale des bonus (à la fois pour les employés et les cinq plus hauts dirigeants de Merrill Lynch) fut revu à la baisse (-38%) en raison du contexte économique et des résultats prévisionnels de Merrill Lynch. Le montant prévisionnel des bonus fut ainsi ramené de 5,8 à 3,6 milliards de dollars, prenant pour hypothèse une charge prévisionnelle sur 2008 de seulement 3 milliards de dollars.

Consciente qu'elle disposait d'insuffisamment d'actions d'autocontrôle pour satisfaire le montant des bonus en actions attribués aux salariés de Merrill Lynch, BoA demanda à Merrill Lynch d'en modifier la composition pour que ces derniers soient payés à hauteur de 70% en numéraire (au lieu de 60%) et de 30% en actions (au lieu de 40%), ce à quoi Merrill Lynch se conforma.

Les assemblées générales des actionnaires se tirent comme prévu le 5 décembre 2008 et les actionnaires des deux sociétés approuvèrent la fusion¹⁵ sans être informés de l'existence de cette annexe, mystérieusement omise. En effet, aucune des deux banques n'informa ses actionnaires que Merrill Lynch était autorisée à payer jusqu'à 5,8 milliards de bonus de fin d'année avant la réalisation de la fusion, montant ramené à 3,6 milliards de dollars par la suite.

Le 8 décembre 2008, le comité des rémunérations de Merrill Lynch arrêta le montant de l'enveloppe de bonus à 3,6 milliards de dollars et renvoya en conseil d'administration la proposition de verser des bonus aux cinq plus hauts dirigeants de Merrill Lynch. Un peu plus tard dans la journée, la proposition fut retirée par le comité des rémunérations et aucun des cinq plus hauts dirigeants de Merrill Lynch ne reçut de bonus VICP pour 2008. Les employés de Merrill Lynch furent quant à eux informés de leurs bonus VICP le 19 décembre 2008 et reçurent effectivement leurs bonus le 31 décembre 2008.

* * *

Quelques chiffres pour nous resituer...

Sur les 3,6 milliards attribués et payés, seuls 850 millions étaient susceptibles d'être qualifiés de "garantis" au sens du traité de fusion. Si l'on fait une moyenne, cela représente 91.000 US\$ par personne. Cette moyenne cache évidemment des disparités énormes : les quatre premiers bénéficiaires reçurent ensemble 121 millions de dollars, les 4 suivants reçurent ensemble 62 millions, les six suivants reçurent ensemble 66 millions de dollars, les quatorze suivants reçurent au moins 10 millions par personne, etc. Autrement dit, les 149 premiers bénéficiaires reçurent ensemble la modique somme de 858 millions et, au total, 696 personnes reçurent plus d'un million de dollars (1.000.000 US\$) au titre des bonus de l'année 2008. Tous les détails de ces bonus sont disponibles dans le rapport du Procureur Général de l'État de New York¹⁶.

Le 31 décembre 2008, les comptes de Merrill Lynch accusèrent contre toute attente une perte de plus de 27 milliards de dollars¹⁷ (contre 7 milliards l'exercice précédent), sans compter les conséquences financières non provisionnées de dizaines de *class actions*¹⁸ pendantes contre Merrill Lynch pour des montants unitaires exprimés en millions de dollars...

Deux petits exemples récents et très représentatifs de ces *class actions*, toutes accusant Merrill Lynch d'avoir trompé les investisseurs quant au niveau de risque (qu'il soit ou non réalisé) des instruments financiers structurés ou complexes, du type ABS (Asset Backed Securities) MBS (Mortgage-Backed Securities), CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities), CMO (Collateralized Mortgage-backed Obligations), CDO (Collateralized Debt Obligation) CBO (Collateralized Bond Obligation) ou encore CLO (Collateralized Loan Obligation)...

En janvier 2009, BoA a transigé¹⁹ à hauteur de 475 millions de dollars avec le fonds de retraite des professeurs de l'état de l'Ohio suite à une action en justice menée à l'encontre Merrill Lynch en raison de la diffusion d'informations trompeuses sur les risques associés aux subprimes. Peu de temps après, Bank of America a transigé²⁰ également à hauteur de 75 millions de dollars avec un groupe de salariés de Merrill Lynch dont les fonds de retraite ont ou avaient investi dans des actions Merrill Lynch entre septembre 2006 et décembre 2008. . .

Un dernier chiffre pour illustrer cette catastrophe financière.

Temasek, le fonds souverain de Singapour, avait constitué au fil des événements une position représentant jusqu'à 14% du capital de Merrill Lynch, pour un total estimé à 5,9 milliards de dollars. Sans le vouloir, le fonds souverain s'est donc retrouvé actionnaire de BoA à hauteur de 3,8% et a été obligé de céder sans attendre sa participation pour des raisons de profil et de stratégie d'investissements. Temasek n'a pas (encore) révélé les détails de cette transaction mais le Wall Street Journal a estimé, pour sa part, la perte de Temasek dans ce dossier à plus de 4,6 milliards²¹ (soit une moins-value de 78%).

* * *

Le 3 août 2009, la SEC assigna donc Bank of America - successeur universel de Merrill Lynch en raison de l'absorption de cette dernière par la première – pour déclarations matérielles fausses et trompeuses contenues dans son *proxy statement*²² susceptibles d'avoir substantiellement trompé le jugement des actionnaires de BoA et Merrill Lynch lors de l'approbation de cette fusion.

Suite à cette assignation, la SEC et BoA trouvèrent (en seulement quelques heures!) un accord au terme duquel, BoA - sans admettre ni contester les accusations de la SEC - accepterait de payer une amende civile d'un montant de 33 millions de dollars. Les parties présentèrent donc cet accord au juge Rakoff, sous forme de proposition de jugement consenti, afin de le faire homologuer.

Ce qui ne devait être qu'une audience de routine s'est transformé en une affaire d'État. . .

Lors de son audience du 5 août 2009, le juge Rakoff a refusé – fait rarissime! - d'homologuer cette transaction au motif que trop de questions demeuraient sans réponse, notamment qui savait pour ces bonus et à quelle époque?

Cette décision est plus qu'embarrassante pour BoA et son Président, Kenneth D. Lewis, mais constitue également un désaveu pour la SEC qui a besoin de l'homologation de ce même juge pour valider cette transaction.

Le juge Rakoff a donné deux semaines aux parties pour lui donner de plus amples informations. En effet, celui-ci considère que « *Bank of America a effectivement menti à ses actionnaires* » car les 3,6 milliards de bonus versés aux employés de Merrill Lynch seraient indirectement financés par « *Onde Sam* ».

Son interrogation quant à l'exhaustivité des faits est d'autant plus pertinente que, jour après jour, de nouvelles révélations se font jour dans ce dossier, mettant en cause notamment Henry Paulson, l'ancien Secrétaire d'État au Trésor de l'administration Bush, ou encore Ben Bernanke, l'actuel Président de la Federal Reserve.

Au surplus, le juge Rakoff souhaite être certain que le montant de l'amende ne sera pas payé par la BoA grâce aux dizaines de milliards d'aides reçus du gouvernement américain dans le cadre du TARP.

* * *

Le problème - tant pour le juge Rakoff que pour BoA, voire la SEC - est la vague ininterrompue de révélations. S'agirait-il donc là d'une des raisons pour laquelle BoA et la SEC ont mis tant de célérité à trouver un accord le moins-disant possible afin d'enterrer définitivement et rapidement un dossier que tout le monde saurait encombrant ?

Immédiatement après l'annonce des résultats de Merrill Lynch pour l'exercice 2008 et le montant « surprise » de ses pertes de fin d'années, BoA annonça devoir demander une aide auprès du gouvernement américain alors même qu'elle était supposée - aux yeux de ses actionnaires - être à même de supporter l'acquisition de Merrill Lynch...

Le 1^{er} janvier 2009, BoA reçut la somme de 10 milliards de dollars, initialement destinée à Merrill Lynch mais dont le versement fut, pour une raison inconnue à ce jour, décalé au jour de la réalisation de la fusion entre BoA et Merrill Lynch.

Le 16 janvier 2009, le gouvernement américain souscrit également pour 20 milliards de dollars d'actions de préférence BoA. Cette nouvelle souscription faisait elle-même suite à une précédente souscription du même type intervenue le 28 octobre 2008 pour un montant unitaire de 15 milliards de dollars.

En moins de trois mois, la BoA reçut donc 45 milliards de dollars de capitaux frais du gouvernement américain, soit quasiment le montant de l'acquisition de Merrill Lynch.

Au surplus, ce même 16 janvier 2009, BoA reçut également la garantie du gouvernement américain²³ sur un pool de produits à risques originaires de Merrill Lynch et ce, pour un montant unitaire de 118 milliards de dollars²⁴ ...

Le détail de ces chiffres, concernant BoA ou toute autre banque américaine, est accessible à tout un chacun²⁵.

Malgré cela, la cotation de BoA s'effondra immédiatement pour descendre sous la barre des 72\$ l'action, soit sa cotation la plus basse depuis 17 ans. A cette date, la capitalisation boursière du conglomérat Bank of America – Merrill Lynch s'élevait à 45 milliards, soit cinq milliards de moins que le prix d'acquisition de Merrill Lynch réalisée quinze jours plus tôt. On était loin, très loin, des 118 milliards de valorisation attendue après l'annonce du projet de fusion au mois de septembre 2008.

Des questions se posent bien évidemment quant à l'époque exacte à laquelle les dirigeants de Merrill Lynch ont connu ces pertes mais également la date à laquelle les dirigeants de BoA en ont également pris connaissance...

En janvier 2009, des voix s'élevèrent quand l'opportunité dans le temps de l'enregistrement des pertes de fin d'année de Merrill Lynch, immédiatement après la tenue de l'assemblée générale pour une part et dans les tous derniers jours de décembre d'autre part. Serait-ce le signe d'une dissimulation volontaire de la vérité, une mauvaise administration ou la matérialisation du maintien prolongé de leurs positions par les traders afin de garantir leurs bonus, comme cela peut se produire ?

En mars 2009, la presse américaine révéla qu'en sus des aides directes reçues dans le cadre du TARP, Merrill Lynch avait également reçu des milliards de dollars d'AIG (alors quasiment en faillite) via ses polices d'assurance. Ces montants furent payés partiellement (pour au moins 8,6 milliards de dollars) par les aides financières de l'administration américaine versées à AIG.

Le même mois, la presse révéla également que Merrill Lynch avait sciemment menti à la fois au Procureur Général de l'État de New York le 5 novembre 2008²⁶ et au Congrès le 24 novembre 2008²⁷ en affirmant que Merrill Lynch n'avait encore rien décidé, courant novembre, sur les bonus et que toute décision serait prise en fin d'année sur la base des résultats de l'année...

“The Management Development and Compensation Committee of the Board of Directors makes incentive compensation decisions at year-end. Consistent with this calendar yearend process, incentive compensation decisions for 2008 have not yet been made.”

Les faits démontrent le contraire...

En mai 2009, les résultats des stress test réalisés à la demande du gouvernement américain démontrèrent que BoA aurait besoin de 33,9 milliards de dollars capitaux supplémentaires²⁸ afin de se conformer aux ratios de solvabilité Tier 1... soit plus que toute autre banque américaine...

Enfin, la plus importante des révélations concerne l'implication de l'ancien Secrétaire d'État au Trésor, Henry Paulson, et du Président de la FED. Ces derniers sont accusés par le Président de BoA, Kenneth Lewis, de l'avoir menacé directement de représailles ainsi que l'ensemble de son conseil d'administration, si BoA ne menait pas à terme l'acquisition de Merrill Lynch alors même que BoA était – mi décembre 2008 – sur le point d'y renoncer en raison des pertes importantes constatées par Merrill Lynch au cours des dernières semaines de 2008.

Bank of America – partiellement consciente de la catastrophe qui était en train de se jouer – céda néanmoins à la pression et finalisa à contrecœur l'acquisition de Merrill Lynch en toute connaissance de cause... ou presque!

* * *

Dans ce dossier, il est amusant de relever qu'une fois encore l'alerte avait été donnée par les organismes les plus sérieux: le FBI, d'une part, et la FINCEN (dépendant directement du Secrétariat d'État au Trésor) d'autre part, avaient officiellement tiré la sonnette d'alarme quant au possible effondrement du système bancaire et ce, respectivement en 2004 et 2006.

En septembre 2004, Chris Swecker, Directeur adjoint de la Division d'Investigation Criminelle du FBI, avait déclaré lors d'une conférence de presse que « *la fraude galopante aux prêts hypothécaires à risque (les subprimes) pourrait entraîner des dizaines de milliards de pertes pour les institutions financières.* » Le 7 octobre 2004, Chris Swecker réitéra ses déclarations devant la Chambre des Représentants²⁹ sans que cela n'ait eu aucun impact... De son côté, la FINCEN³⁰ publiait un rapport alarmant sur le même sujet en novembre 2006³¹.

* * *

Dans cette affaire, j'ai tenté d'être le plus concis possible, raison pour laquelle vous me pardonnerez si j'ai oublié ou négligé de nombreux détails mais, au vu de ces seuls éléments, ne peut-on pas, déjà, légitimement se questionner quant à (i) la rapidité avec laquelle un accord a été trouvé; (ii) la raison pour laquelle le montant de la transaction semble si dérisoire au regard du montant des bonus versés en infraction des dispositions légales relatives au droit des sociétés et à la réglementation boursière, d'une part, et au montant des pertes réelles dissimulées aux actionnaires, d'autre part; (iii) pourquoi la SEC poursuit seulement l'erreur et non la fraude; (iv) pourquoi la personne morale seule est poursuivie alors même que l'on pourrait penser que les auteurs de cette « erreur matérielle » en seraient pourtant les premiers bénéficiaires...

N'importe qui (apparemment autre que la SEC!) déduirait logiquement de ce qui précède qu'il existe un fort faisceau de présomptions amenant à supposer l'existence d'un comportement frauduleux, ou au minimum d'une négligence fautive, ayant eu pour finalité (i) une parité de change entre Merrill Lynch et Bank of America indéniablement avantageuse pour Merrill Lynch (et ses dirigeants et salariés actionnaires) au regard de ce qu'elle aurait dû être si ses pertes avaient été connues; (ii) le versement de bonus aux cadres dirigeants et salariés de Merrill Lynch; et (iii) en sus évidemment de la conservation de leurs emplois...

On comprend dès lors qu'une qualification aussi faible ait suscité la méfiance du juge Rakoff.

S'agirait-il là d'une volonté affichée de la SEC de démontrer la rapidité de sa réaction afin d'essayer de se dédouaner de ses erreurs passées, notamment si l'on fait référence à l'affaire Madoff ou, au contraire, s'agirait-il d'une volonté de ne pas accabler l'une des premières banques américaines croulant déjà sous les ennuis financiers et judiciaires? Pourquoi la SEC prétend-elle que le montant de l'amende civile, d'un montant de 33 millions de dollars, serait adéquat et conforme à sa propre jurisprudence alors même que la SEC ou d'autres régulateurs étatiques ont infligé des amendes civiles sans comparaison dans des dossiers proches, liés notamment au défaut d'information du niveau de risque des ARS³²... Pourquoi aucune personne physique ne serait-elle poursuivie dans ce dossier alors même qu'elles semblent indéniablement les premiers bénéficiaires de ce hold-up actionnarial? Pourquoi la SEC n'aborderait-elle le dossier Merrill Lynch que sous l'angle de l'erreur matérielle (substantielle certes mais seulement matérielle) alors même que les faits sembleraient suggérer une fraude organisée ou, au minimum, une négligence fautive impardonnable... Autant de questions sans réponse...

* * *

Pour mémoire, le juge Rakoff – grand habitué de Wall Street – avait déjà refusé de donner son homologation à la SEC dans le dossier Worldcom pour la même raison, à savoir l'insuffisance

du montant de l'amende civile négociée par la SEC. Son refus avait abouti à une augmentation de l'amende de 500 à 750 millions de dollars.

Va-t-il en advenir de même dans le dossier BoA? Le juge devrait normalement rendre sa décision début septembre 2009. Affaire à suivre...

* * *

Je ne pouvais finir cet article sans quelques anecdotes qui - je l'espère! - vous feront sourire...

Saviez-vous que le logo de Merrill Lynch est symbolisé par un taureau («bull» en anglais)? Devinez quoi? «Bull» (le taureau) est également synonyme de marché haussier («bullish market») mais le surnom de Bernard Madoff à Wall Street, à l'image du nom qu'il donna à son désormais célèbre yacht (the «Bull» ship)...

En 2008, Merrill Lynch fut couronnée «Deal of the year - Equity Market Deal» de l'année 2008 par l'académie des «ALBSE Asia Law Awards» et «Deal of the Year - M&A Deal of the Year» par l'académie des «ALB Hong Kong Law Awards»... Pas certain qu'ils avaient bien lu le dossier...

Enfin, en juin 2009, Jon Eisenberg - ancien directeur adjoint du service contentieux de Merrill Lynch - est devenu *Of Counsel* du cabinet d'avocats Skadden³³. A ce titre, il sera appelé notamment à intervenir dans les domaines du contentieux, de la délinquance financière et des affaires réglementaires... Skadden est (était?) l'un des principaux cabinets d'avocats de Merrill Lynch. Il devrait se sentir comme un poisson dans l'eau!

En attendant la décision du juge Rakoff au sujet de ce hold-up actionnarial, je vous suggère de vous remémorer l'histoire de la veuve de Carpentras...

NOTES

¹ Rapport disponible en anglais à l'adresse suivante : http://www.oag.state.ny.us/media_center/2009/july/pdfs/Bonus%20Report%20Final%207.30.09.pdf

² L'histoire de Bank of America est disponible sur : <http://www.bankofamerica.com/index.cfm?page=about>

³ L'histoire de Merrill Lynch est disponible sur :

http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8134_8296_14044

⁴ Le *proxy statement* est un document rassemblant certaines informations devant être obligatoirement communiquées par la société (en l'espèce les sociétés américaines) à ses actionnaires préalablement à toute assemblée générale et à tout vote de ces derniers. Ce document doit notamment contenir les informations suivantes : l'information et la procédure de vote, les informations relatives aux dirigeants, le montant des rémunérations des dirigeants et une ventilation des honoraires d'audit ou autres versés aux auditeurs. Au sens de la SEC, le terme *proxy statement* désigne le document requis par la section 240.14a-3(a), que les informations soient contenues dans un ou plusieurs documents.

⁵ U.S. Securities and Exchange Commission : <http://www.sec.gov>

⁶ <https://www.wachovia.com/>

⁷ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&refer=home&sid=ae061hpuiVDO>

⁸ Texte complet de l'assignation disponible sur

http://www.sec.state.ma.us/sct/sctml2/ml_complaint.pdf

⁹ Pour en savoir plus sur les *auction rate securities*, vous pouvez vous référer à Wikipedia:

http://fr.wikipedia.org/wiki/Auction_rate_security

¹⁰ Document disponible sur

<http://www.nasa.gov/content/Files/NASAA%20ARS%20Written%20Statement%209.18.08.pdf>

¹¹ <http://247wallst.com/2008/09/05/goldmans-memil/>

¹² Ibid.

¹³ Collateralized Debt Obligations. Pour de plus amples informations :

http://en.wikipedia.org/wiki/Collateralized_Debt_Obligations

¹⁴ Que l'on pourrait traduire par « Absentions de la Société » ou « Obligation de ne pas faire de la Société »

¹⁵ 82% de votes favorables à la fusion chez Bank of America

¹⁶ Cf. note 1

¹⁷ Chiffres tirés du « ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 » disponible à l'adresse suivante : <http://files.shareholder.com/downloads/MER/707370405x0x274773/d6f4abcb-2cf0-45b3-866a-ce49b4c7b81a/BNY74695BNY008 BITS N CPO 1640.pdf>

¹⁸ Recherches possible des affaires au niveau des US Federal District Courts sur : <http://dockets.justia.com/search?query=merrill+Lynch&search=Search&stateorcourt=&dawsuittype=&documentfilter=allcases&cases=between&min-day=1&min-month=1&min-year=2009&max-day=22&max-month=8&max-year=2009>

¹⁹ Cf. http://securities.stanford.edu/news-archive/2009/20090120_Settlement109328_Weinberger.html

²⁰ Ibid.

²¹ <http://www.radiobfm.com/edito/info/32309/bank-of-america-temasek-justifie-sa-sortie-du-capital/>

²² Le *proxy statement* est un document rassemblant certaines informations devant être obligatoirement communiquées par la société (en l'espèce les sociétés américaines) à ses actionnaires préalablement à toute assemblée générale et à tout vote de ces derniers. Ce document doit notamment contenir les informations suivantes : l'information et la procédure de vote, les informations relatives aux dirigeants, le montant des rémunérations des dirigeants et une ventilation des honoraires d'audit ou autres versés aux auditeurs. Au sens de la SEC, le terme *proxy statement* désigne le document requis par la section 240.14a-3(a), que les informations soient contenues dans un ou plusieurs documents.

²³ Communiqué de presse du Secrétariat d'État au trésor : <http://www.treas.gov/press/releases/hp1356.htm>

²⁴ Détails des garanties apportées par Secrétariat d'État au trésor : <http://www.treas.gov/press/releases/reports/011508bofaterm-sheet.pdf>

²⁵ Tous ces chiffres sont disponibles sur le site <http://www.financialstability.gov> ou sur le site du Congrès : <http://cop.senate.gov/>

²⁶ Affaire Andrew Cuomo v. John A. Thain, Case No. 400381109 (S.D.N.Y.)
<http://www.ft.com/cms/8242a818-0a82-11de-b099-0000779fd2ac.pdf>

²⁷ Réponse de la Chambre des Représentants à Merrill Lynch en date du 17 mars 2009 :
<http://oversight.house.gov/documents/20090317130145.pdf>

²⁸ Communiqué de presse de Bank of America sur les résultats de ces stress tests disponible sur :
<http://newsroom.bankofamerica.com/index.php?s=43&item=8450>

²⁹ Retranscription intégrale du témoignage de Chris Swecker devant le Congrès :
<http://www.house.gov/financialservices/media/pdf/100704cs.pdf>

³⁰ Financial Crime Enforcement Network : <http://www.fincen.gov>

³¹ Rapport de la FINCEN disponible sur :
http://www.fincen.gov/news_room/rp/reports/pdf/mortgage_fraud112006.pdf

³² http://www.howrey.com/files/News/7eca89b5-7471-420f-881d-f0e8cec77693/Presentation/NewsAttachment/7e253f86-1cf1-4d85-9afe-f11cb11bdf03/SCL1412_Commentary.pdf

³³ Communiqué de presse du cabinet Skadden disponible sur :
http://www.skadden.com/content/sitefiles/Skadden_4BB1CB0639B1686346E1B325A52B2FE9.pdf