UNIVERSITÉ LAVAL
Faculté de droit
BULLETIN DE droit économique
(2014) 1 B.D.E.

Recherche empirique bi-disciplinaire et réflexion sur le rôle du droit auprès des sociétés ouvertes et du marché des capitaux : étude de l'actualité financière et des débats législatifs préalables à la mise sous tutelle de Fannie Mae

Mari Brossard

Table des matières

Introduction
1. Méthodologie
   1.1 Présentation de Bloomberg
   1.2 Collecte des données
   1.3 Traitement conféré à ces données
2. Analyse
   2.1 Relation entre les discussions du Sénat, la Chambre des représentants et les communiqués de presse Bloomberg
   2.2 Relation entre les discussions du Sénat, la Chambre des représentants, leurs comités respectifs et la valeur de l'action de Fannie Mae
Conclusion

Résumé

L'article démontre que le rôle du droit auprès des sociétés ouvertes est plus vaste que celui que lui confère la théorie économique du droit, soit celui de facilitateur de contrats. À cet appui, l'actualité financière et les débats des organes législatifs traitant de Fannie Mae présentent des tendances différentes entre le 7 septembre et le 3 octobre 2008. Néanmoins, l'actualité financière est justement abordée au sein de ces débats. De plus, les procès-verbaux du Comité *Banking, Housing and Urban Affairs* relatent que M. Paulson et M. Bernanke ont recommandé le rachat d'actifs toxiques grâce au *Trouble Asset Relief Program*, lequel fait partie de l'*Emergency Economic Stabilization Act*. Cela sous-entend une place émergente pour l'actualité financière au sein des discussions officielles des organes législatifs ci-dessus mentionnés, permettant au droit de pallier certains besoins *ad hoc* d'une société publique et du marché des capitaux.

Mode de référence : (2014) 1 B.D.E.
ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

Fannie Mae, ainsi que son homologue Freddie Mac (1), sociétés fondées par le gouvernement américain en 1938 et 1970 respectivement (2) et dont les actions sont transigées au NYSE depuis 1968 et 1989 (3), sont deux actrices clés dans le marché hypothécaire des États-Unis (4). Leur rôle consiste essentiellement à titriser les créances hypothécaires (5), c'est-à-dire qu'elles les achètent aux banques pour les revendre aux investisseurs sous forme de titres financiers (6). Se faisant, elles garantissent le remboursement du capital et des intérêts des créances (7). Cette garantie est essentielle à la grande diffusion des titres et elle permet aux banques d'octroyer du crédit supplémentaire aux consommateurs. Or, en procédant à une telle opération, ces sociétés doivent inscrire les créances hypothécaires à leur bilan et en supportent dès lors le risque (8). En 2008, Fannie Mae et Freddie Mac avaient titrisé environ 40 % des créances hypothécaires résidentielles américaines (9) et les titres étaient détenus mondialement.

Nul besoin de démontrer au lecteur l'impact de la crise financière sur ces sociétés! Les pertes Fannie Mae totalisaient près de 1,4 millions de dollars au troisième trimestre de 2007 (10), alors que celles de Freddie Mac frôlaient les 2,03 millions de dollars à la fin de cette même année (11). Le département du Trésor des États-Unis (Trésor) les mandata d'accroître leur capital (12). Fannie Mae y parvint jusqu'à concurrence de 7,4 milliards de dollars, mais Freddie Mac ne put faire de même (13). En mai 2008, le Trésor demanda au Congrès de créer une nouvelle régulation pour ces sociétés, lequel tarda à agir (14). Alors que la pression s'accrut sur ces sociétés, le Trésor et la Réserve Fédérale des États-Unis (Fed) annoncèrent qu'elles pourraient emprunter auprès du gouvernement si le besoin s'en faisait ressentir. La Fed s'engagea à leur donner accès à un taux d'intérêt réduit et le Trésor demanda au Congrès qu'il autorise le rachat leurs titres (15).

C'est dans cette optique que le *Housing and Economic Recovery Act* (16) fut adopté le 30 juillet 2008, ayant pour objectif de restaurer la confiance en Fannie Mae et Freddie Mac en remplaçant leur organisme de régulation (17). La *Federal Housing Finance Agency* (FHFA) se fit octroyer le pouvoir de prendre contrôle des sociétés (18). Cette loi conféra également au Trésor le pouvoir temporaire d'octroyer des fonds aux sociétés en cas de besoin, via l'achat d'obligations ou de titres émis par ces sociétés (19).

Alors que cette loi avait pour objectif de restaurer la confiance en ces sociétés considérées comme « trop importantes pour faire faillite » (20), l'effet contraire se produisit (21), car les investisseurs eurent peur qu'une prise de contrôle entraîne la perte de toute équité (22).

James B. Lockhart, directeur de la FHFA, annonça la mise sous tutelle volontaire des sociétés le 7 septembre 2008 (23). Elles poursuivirent leurs activités dès le lundi 8 septembre, sous la supervision des agents de la FHFA et Fannie Mae se vit retirer le droit de déclarer des dividendes en ce même jour (24). Son PDG fut remplacé (25) et Philip A. Laskawy en fut nommé président le 16 septembre (26). Au moment de la mise sous tutelle, les pertes nettes des deux sociétés totalisaient 33,1 milliards de dollars (27).

Le *Trouble Asset Relief Program* (TARP) fut adopté le 3 octobre 2008 (28) à même l'*Emergency Economic Stabilization Act* (EESA) (29) permettant le rachat d'actifs toxiques jusqu'à concurrence de 700 milliards de dollars dans le but de faire face aux pertes colossales annoncées dues aux créances et de répondre aux problèmes de refinancement du système bancaire, lequel rôle était jusqu'alors partiellement assumé par les opérations de titrisation de Fannie Mae et Freddie Mac.

Selon la théorie économique du droit, ce dernier ne devrait pas jouer un rôle coercitif au sein de la gouvernance des sociétés ouvertes. Il a plutôt pour rôle de faciliter la formation de contrats, en énonçant des règles supplétives d'application et en assurant leur exécution (30). Or, le présent article a pour but de démontrer que le rôle du droit auprès des sociétés ayant fait appel public à l'épargne ne s'y limite point. En effet, celui-ci peut répondre aux besoins ad hoc d'une société publique et du marché des capitaux.

Cette démonstration aura lieu à l'aide d'une recherche empirique bi-disciplinaire conjuguant le droit et la finance, dans laquelle nous analyserons l'interrelation entre l'évolution de l'une des sociétés précédemment mentionnées, en l'occurrence Fannie Mae, et l'adoption de l'EESA. Après avoir détaillé notre devis méthodologique (partie 1), nous en présenterons l'analyse des résultats (partie 2). Pour ce faire, nous nous intéresserons aux liens entre l'actualité financière traitant de Fannie Mae (31), les discussions et rapports du Sénat et de la Chambre des représentants et de leurs comités respectifs préalablement à l'adoption de la loi (section 2.1) et aux relations entre la fluctuation de la valeur de l'action de Fannie Mae et lesdites discussions pour cette même période (section 2.2).

1. Méthodologie

1.1 Présentation de Bloomberg

En plus d'être une agence de presse, le groupe Bloomberg fournit des services, dont *Bloomberg Professional* (32). Il s'agit d'une plateforme permettant d'analyser en temps réel les données des marchés financiers. Les données nécessaires au présent travail furent colligées à l'aide des sections *News* et *Equity Share* de ladite plateforme. La première section permit de recenser des communiqués de presse de nature financière. Son interface est analogue à celle d'une banque de données juridique, c'est-à-dire qu'on peut y saisir des contraintes de recherche, telles une période ou des mots clés. La seconde permit de relever diverses informations financières pour une société, comme la plus haute valeur ou la valeur moyenne qu'a atteint l'action au cours de la journée, sous forme de tableau ou de graphique.

1.2 Collecte des données

Nous avons délimité la période entre le 7 septembre et le 3 octobre 2008 pour l'ensemble des données recueillies. La première date correspond à la mise sous tutelle de Fannie Mae (33) et la seconde, au jour de l'adoption de l'EESA.

1.2.1 ... à l'aide de l'outil *Bloomberg Professional*

Communiqués de presse traitant de Fannie Mae

Nous avons saisi les contraintes suivantes sur l'écran de recherche :

- *Company : FNMA US Equity*
- *Relevance : Medium*
- *Language : English* (34)
- *Documents from Bloomberg only*

La recherche précédemment détaillée engendra 1039 communiqués de presse. Nous avons retiré ceux sous format audio ou vidéo pour des raisons techniques, pour un total de 826 résultats (35).

Valeur de l'action de FNMA US Equity

Nous avons relevé le prix de l'action de FNMA US Equity à la fermeture des marchés entre le 7 septembre et le 3 octobre 2008. Puisque cette société s'est vu retirer le droit de déclarer des dividendes dès le 8 septembre 2008 (36), premier lundi de la période cible, nous avons seulement extrait la valeur de l'action sans dividende de *Bloomberg Professional*. De plus, par simple curiosité, nous avons également noté la valeur de l'action lors du dernier

vendredi précédent la mise sous tutelle de la société, soit le 5 septembre (37).

1.2.2 ... relatives au Sénat et la Chambre des représentants des États-Unis

Afin de retracer l'historique de l'adoption de l'EESA au sein de la période cible, nous avons d'abord repéré les *Daily Digest* pertinents à l'aide de l'outil *The Library of Congress* (Thomas) pour la période cible déterminée (38). Chaque *Daily Digest* constitue un sommaire quotidien des activités du Sénat, de la Chambre des communes et de leurs comités respectifs. Dès lors qu'un *Daily Digest* faisait mention de Fannie Mae, nous avons consulté la section complète correspondante dans les procès verbaux ou les rapports des entités précédemment mentionnées (39).

1.3 Traitement conféré à ces données

Communiqués de presse traitant de Fannie Mae

Les communiqués de presse issus de Bloomberg furent étudiés pour en dégager les tendances. Pour y parvenir, nous avons employé un système de codage, en vertu duquel chaque élément récurant se voyait attribuer un nombre selon l'ordre dans lequel il fut découvert. Conséquemment, chaque communiqué de presse fut annoté à l'aide de ces nombres. Les mises-à-jour (*updates*) des communiqués, dans la mesure ou elles furent publiées indépendamment du communiqué principal, ont été considérées distinctement. Le seuil déterminant choisi pour conclure à une tendance fut d'au minimum 10 % des communiqués de la journée (40).

En plus de ces tendances, nous avons relevé les communiqués isolés revêtant une importance particulière pour la société Fannie Mae.

Indépendamment de l'analyse précédente, nous avons déterminé si pour chaque journée donnée, les communiqués de presse publiés étaient favorables, défavorables à Fannie Mae ou s'il était impossible d'en tirer une telle conclusion (41). Nous avons à nouveau appliqué un seuil de 10 %, puisqu'un grand nombre de communiqués étaient neutres à la société. Quatre résultats sont donc possibles : (a) minimalement 10 % des communiqués sont clairement favorables à la société, sans par ailleurs que 10 % lui soient clairement défavorables, (b) minimalement 10 % des communiqués sont clairement défavorables à la société, sans par ailleurs que 10 % lui soient clairement favorables, (c) minimalement 10 % des communiqués sont clairement favorables à la société et minimalement 10 % lui sont clairement défavorables; c'est donc dire qu'au moins 20 % des communiqués ne sont pas neutres, (d) le seuil de communiqués non-neutres est en deçà de 10 %, tant pour les communiqués favorables que défavorables.

Valeur de l'action de FNMA US Equity

Nous n'avons apporté aucun traitement à la valeur des actions sans dividende à la fermeture des marchés de FNMA *US Equity*, mis à part l'uniformisation à deux décimales après la virgule des nombres obtenus (42).

Daily Digests, procès-verbaux et rapports

Compte tenu du petit nombre de documents recueillis et des multiples organes dont ils émanent, nous avons choisi de ne pas les regrouper. Pour ces mêmes raisons, nous avons également décidé de ne pas en dégager des tendances, mais plutôt de relever les éléments importants au sein de chacun.

2. Analyse

2.1 Relation entre les discussions du Sénat, la Chambre des représentants et les communiqués de presse Bloomberg

2.1.1 Inadéquation entre l'actualité financière et les débats législatifs

D'une part, conformément au seuil de codage préétabli pour les communiqués de presse Bloomberg et à la période prédéfinie (43), nous constatons qu'à compter du 10 septembre, au moins 10 % des communiqués relataient le rachat d'obligations par la société avant leur échéance. Pour certaines journées, cette proportion dépasse la barre des 50 % (44).

D'autre part, bien que plusieurs tendances aient été observées, le seuil de 10 % fut rencontré uniquement à quatre autres reprises (45):

- En date du 7 et 8 septembre, environ 20 % (46) et 11 % (47) des communiqués traitaient de l'impact de la mise sous tutelle de Fannie Mae sur les devises étrangères, les bonds et les métaux.

- Pour ces mêmes dates, 24 % (48) et 11 % (49) des communiqués relataient une perception positive de la mise sous tutelle de Fannie Mae.

- En date du 29 septembre, 17 % (50) des communiqués mentionnaient l'un des deux organes du pouvoir législatif américain. Cette date correspond au rejet des modifications du Sénat à l'EESA par la Chambre des représentants.

- En date du 2 octobre, 17 % (51) des communiqués traitaient de l'impact de Fannie Mae sur les taux hypothécaires du marché américain.

Nonobstant les quatre périodes mentionnées précédemment, une forte concentration de ces éléments a pu être

relevée pour d'autres journées. À titre d'exemple, citons le 9 septembre où environ 8 % (52) des communiqués apportaient un traitement positif à la mise sous tutelle de Fannie Mae et le 3 octobre où 9 % (53) des communiqués relataient le vote de la Chambre des représentant en faveur du plan de sauvetage.

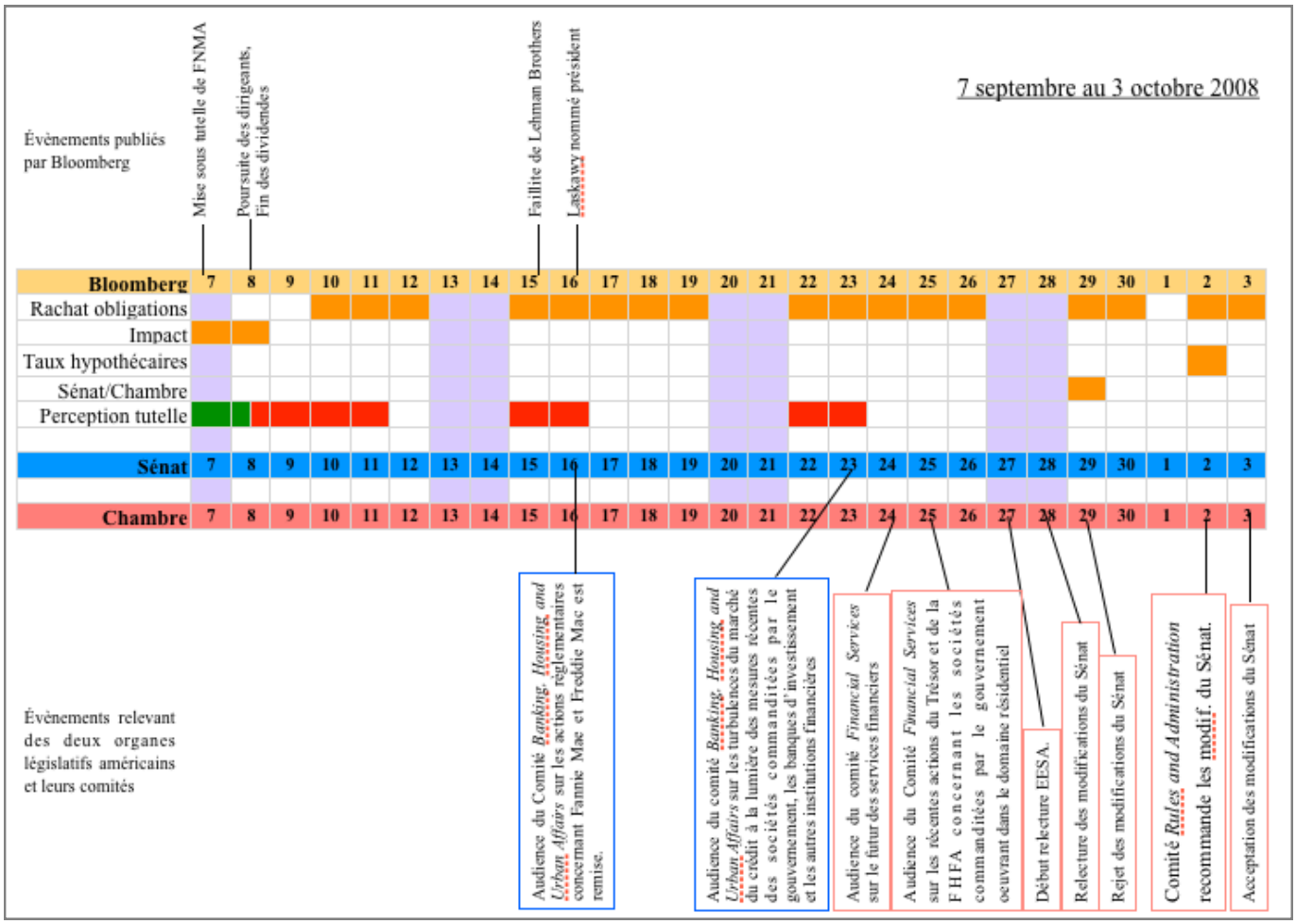
Ces tendances divergent grandement des évènements dégagés de la lecture des *Daily Digests* et des procès verbaux du Sénat, de la Chambre des représentants et de leurs comités respectifs. Faisant fi des deux votes de la Chambre des représentants en date du 29 septembre et du 3 octobre, trois évènements majeurs ont retenu notre attention :

- L'audience du Comité *Banking, Housing and Urban Affairs* du Sénat en date du 23 septembre portant sur les turbulences du marché du crédit à la lumière des mesures récentes des sociétés commanditées par le gouvernement, les banques d'investissement et les autres institutions financières où Messieurs Henry M. Paulson, Ben S. Bernanke, Christopher Cox et James B. Lockhart ont été entendus.

- L'audience du Comité *Financial Services* de la Chambre des représentants en date du 24 septembre portant sur le futur des services financiers.

- L'audience de ce dernier comité en date du 25 septembre portant sur les récentes actions du Trésor et de la FHFA concernant les sociétés commanditées par le gouvernement œuvrant dans le domaine résidentiel.

La précédente discussion peut être schématisée comme suit :



Nous remarquons dès lors deux évènements isolés ayant eu lieu au sein du Sénat (dont l'un est la remise d'une audience à une date ultérieure) (54), une forte concentration des activités de la Chambre des représentants et ses comités vers la fin de la période cible, ainsi que des évènements ponctuels épars au sein de l'actualité financière.

2.1.2 Utilisation juste, mais trop peu fréquente, de l'information financière par les entités législatives américaines

Bien que l'adéquation soit très faible entre les tendances dégagées du géant de l'information financière et des organes législatifs américains, nous soulevons que l'actualité financière fut au cœur des évènements mentionnées précédemment (55).

À titre d'exemple, citons Monsieur Henry M. Paulson qui a rappelé au Comité *Banking, Housing and Urban Affairs* que l'un des objectifs de la loi en cause est de restaurer la confiance dans le marché (56). Après avoir évoqué que jusqu'alors, le Trésor a fonctionné au cas par cas en analysant les problèmes de Fannie Mae et Freddie Mac ou en préparant les divers intervenants à la faillite de Lehman Brothers, M. Paulson a demandé au Comité de faire un pas de plus (57). Lorsque le système financier est affecté, les économies des ménages, les capacités de financement et d'investissement des particuliers et des entreprises et la création d'emploi sont menacées. La solution à tous ces problèmes réside dans le rachat d'actifs toxiques grâce au TARP, instauré par l'EESA (58), dit-il. Mentionnant le consensus bipartisan quant à l'urgence de mettre en place une nouvelle solution législative, le locuteur a recommandé l'adoption rapide de cette loi (59).

Monsieur Ben S. Bernanke, président du Conseil des Gouverneurs de la Fed, s'est adressé au même Comité en réitérant la position que ladite banque centrale privilégie généralement : les difficultés financières doivent être résolues grâce à des ententes privées et l'aide gouvernementale doit être octroyée uniquement lorsque la stabilité du système financier est en danger (60). Cependant, dans le cas de Fannie Mae et Freddie Mac, la levée de capitaux suffisants paraissait impossible et leur statut de société commanditée par le gouvernement proscrivait une fusion/acquisition avec une tierce société (61). Une exception s'imposait donc et la Fed a exceptionnellement appuyé le rachat d'actifs toxiques par processus législatif dans le but d'injecter des liquidités dans le marché et de retirer ces actifs des bilans de ces institutions financières d'envergure (62).

2.1.3 Impossibilité de conclure quant à la qualité et la quantité de l'information à caractère juridique reprise par les outils d'analyse financière

Une lecture attentive des données issues de Bloomberg nous apprend que le Sénat ou la Chambre des représentants ne furent mentionnés qu'à 12 reprises sur un total de 826 communiqués étudiés. Nous nous abstiendrons de tirer des conclusions sur un tel point, car notre recherche fut effectuée à l'aide de l'expression « FNMA US Equity ». Une recherche à l'aide des mots clés tirés d'une loi pourrait engendrer des résultats différents.

Néanmoins, nous ne pouvons taire que l'audience du Comité *Banking, Housing and Urban Affairs* du 16 septembre sur les récentes mesures règlementaires concernant Fannie Mae et Freddie Mac fut annoncée par les communiqués de presse Bloomberg (63). Or, le report de celle-ci ne fut jamais publié, bien que cette information soit facilement accessible (64).

2.2 Relation entre les discussions du Sénat, la Chambre des représentants, leurs comités respectifs et la valeur de l'action de Fannie Mae

Nous n'avons ni la prétention de pouvoir déterminer si les communiqués de presse ont influencé la valeur de l'action, ou vice-versa, ni l'objectif de disserter sur les théories de l'efficience des marchés. Pour répondre à la première question, il aurait fallu se prévaloir de tests de causalité (65) et telle n'est pas notre intention, tandis que la seconde relève strictement du domaine financier (66).

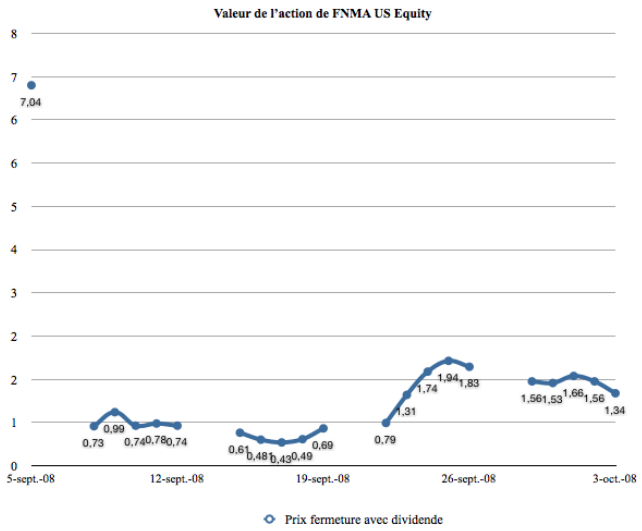
Cependant, nous souhaitons présenter un extrait de discussions où la valeur de l'action servit à exemplifier le propos de M. Garrett, lequel reprochait au Comité *Financial Services* de s'être peu penché sur les questions d'ordre financière. En effet, celui-ci affirma :

> [U]nfortunately, this is really the first hearing this committee has held with a direct focus on recent market conditions following the bailout of Bear Stearns in March of this year. [...] By the time we finally held our first hearing, Fannie and Freddie stocks were already in a free fall and the rest is now recent history. One would have to think if we hadn't waited so long to discuss the safety of the financial markets after Bear Stearns, maybe we wouldn't be sitting here today. Maybe we would not have three more companies bailed out. Maybe we would not be here asking for $700 billion (67).

Les propos de M. Garrett concernant la valeur de l'action de Fannie Mae sont justes. Celle-ci chuta de 7,04 $ en date du 5 septembre 2008 à 0,73 $ à l'ouverture des marchés postérieurement à l'annonce de la mise sous tutelle de la société. Cependant, le véritable intérêt de ce propos réside dans l'idée sous-jacente amenée par le représentant. Si les questions d'ordre financier avaient été considérées plus tôt par les organes législatifs, les marchés ne seraient pas dans une situation telle.

Sans tirer aucune conclusion de tels faits, il est intéressant

de noter qu'au jour où le Comité *Banking, Housing and Urban Affairs* a tenu sa première audition sur la société, la valeur de l'action franchit de nouveau la barre du 1 $, pour continuer la seule hausse qu'elle connut au cours de la période étudiée. Cette augmentation de valeur se poursuivit jusqu'au 25 septembre, dernier jour d'audition, où l'action atteint son sommet, soit 1,94 $, comme illustré par le graphique suivant :



Conclusion

D'une part, cette étude empirique mariant à la fois le droit et la finance nous permis d'établir que, pour la période du 7 septembre au 3 octobre 2008, l'actualité financière et les débats des organes législatifs américains traitant de Fannie Mae présentent des tendances différentes. Néanmoins, lorsque l'actualité financière est abordée au sein de ces débats, trop peu souvent à notre avis, cela est fait de façon juste. Il en est de même pour le rapport de l'évolution de la valeur de l'action de la société lors de ces mêmes débats. Cela sous-entend donc une place émergente, mais limitée, pour l'actualité financière au sein des discussions officielles des organes mentionnés précédemment. Rappelons au lecteur que la méthode employée ne nous permet pas de mesurer la présence ou l'importance de l'actualité financière en marge des forums officiels du Sénat et de la Chambre des représentants. L'évolution de la mise sous tutelle de Fannie Mae aurait donc pu influencer ces discussions officieuses, lesquelles ont sans doute forgé la pensée des intervenants au processus législatif américain, et nous n'avons pas été en mesure d'en saisir la portée. En dépit de cela, nous réitérons que M. Henry M. Paulson a fait allusion à un consensus bipartisan quant à l'urgence de mettre en place une nouvelle solution législative pour retirer les actifs toxiques du marché. Les propos de M. Ben S. Bernanke, au nom de la Réserve Fédérale, rejoignent cette idée. Nous avons peu de peine à affirmer qu'il s'agit là d'une ouverture pour une fonction nouvelle du droit auprès des sociétés ouvertes et du marché des capitaux.

D'autre part, moins de 2 % (68) des communiqués de presse de *Bloomberg Professional* que nous avons étudiés traitaient de l'actualité législative. Cependant, nous rappelons au lecteur que notre question de recherche n'était point formulée pour obtenir de tels résultats et nous le mettons en garde contre toute conclusion qu'il pourrait tirer à cet égard.

Aurions-nous souhaité qu'une plus grande place soit accordée à l'actualité financière au sein du processus d'adoption de la loi ? Bien sûr. Aurions-nous préféré que les résultats de notre recherche dénotent que la totalité des aléas du processus législatif eut été transmise aux professionnels de la finance utilisant la plateforme Bloomberg ? Sans doute. Cependant, nous sommes heureux de constater que le rôle du droit auprès des sociétés ayant fait appel public à l'épargne n'est point confiné à la place stricte que lui impute la théorie économique. Le droit peut donc pallier un besoin *ad hoc* d'une société et du marché, en l'espèce le retrait des actifs toxiques du marché américain. Nous sommes également ravis d'ouvrir la porte à de nouveaux travaux de recherche s'inscrivant dans ce courant.

© Mari Brossard 2014
Mode de référence : (2014) 1 B.D.E.
ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

Notes

1. Ces sociétés sont surnommées ainsi dû aux jeux de mots possibles avec l'acronyme de leur nom, soit la Federal National Mortgage Association et la F*ederal Home Loan Mortgage Corporation*.
2. Dale Arthur OESTERLE, « The Collapse of Fannie Mae and Freddie Mac: Victims or Villains » (2010) 5 Entrepreneurial Bus. L.J. 733, p. 735.
3. Winston SALE, « Effect of the Conservatorship of Fannie Mae and Freddie Mac on Affordable Housing » (2008-2009) 18 J. Affordable Hous. & Cmty. Dev. L. 287, p. 290. ; David REISS, « The Federal's Government's Implied Guarantee of Fannie Mae and Freddie Mac's Obligations : Uncle Sam Will Pick Up the Tab » (2007-2008) 42 Ga. L. Rev. 1019, p. 1022.
4. Dwight M. JAFFEE, «Reining in Fannie Mae and Freddie Mac» (2006-2007) 29 Regulation 22, p. 22.
5. Mortgage backed securities (MBS).
6. Christopher L. PETERSON, « Fannie Mae, Freddie Mac, and the home mortgage foreclosure crisis » (2008-2009) 10 Loy. J. Pub. Int. L. 149, p. 156-157. ; Dale Arthur OESTERLE, préc., note 2, p. 735. ; David REISS, préc., note 3, p. 1030.
7. Dwight M. JAFFEE, préc., note 4, p. 22. ; Winston SALE, préc., note 3, p. 287. ; David REISS, préc., note 3, p. 1023 et 1031. Tous les titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac contiennent la notice explicite voulant qu'ils ne sont pas garantis par le gouvernement américain et ne constituent ni une créance, ni une obligation de celui-ci : 12 U.S.C. § 1455(h) (2006) [obligations de Freddie Mac et MBS]. ; 12 U.S.C. § 1719(b) (2006) [certaines obligations de Fannie Mae]. ; 12 U.S.C. § 1719 (d), (e) (2006) [MBS et obligations convertibles de Fannie Mae].
8. David REISS, préc., note 3, p. 1031.
9. Dale Arthur OESTERLE, préc., note 2, p. 748. ; David REISS, préc., note 3, p. 1033. ; Sandye GLORIA-PALERMO, L'école économique Autrichienne, Paris, La Découverte, 2013, p. 98.
10. FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION, Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, 30 septembre 2007, p. 11, en ligne (consulté le 6 déc. 2013).
11. FREDDIE MAC, Consolidaded Statements of Income (unaudited), 30 septembre 2007, p. 1, en ligne (consulté le 6 déc. 2013).
12. Julie ANDERSEN HILL, « Bailouts and Credit Cycles: Fannie, Freddie, and the Farm Credit System » (2010) 2010 Wis. L. Rev. 1, p. 52.
13. Julie ANDERSEN HILL, préc., note 12, p. 52.
14. Julie ANDERSEN HILL, préc., note 12, p. 53.
15. Julie ANDERSEN HILL, préc., note 12, p. 53. ; OESTERLE, Dale Arthur, préc., note 2, p. 743.
16. *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, Pub. L. No. 110-289, 122 Stat. 2654.
17. Art. 1101. ; Christopher L. PETERSON, préc., note 6, p. 166.
18. Art. 1367.
19. Art. 1117.
20. Concept du Too big to fail, voir notamment Lissa Lamkin BROOME, « The Dodd-Frank Act : Tarp Bailout Backlash and Too Big To Fail » (2011) 15 N.C. Banking Inst. 69.
21. Julie ANDERSEN HILL, préc., note 12, p. 55. À titre d'exemple de la perte de confiance des investisseurs en Fannie Mae et Freddie Mac, citons uniquement la chute de la valeur de l'action sous la barre du 5 $ et la perte de la cote AAA octroyée à ces sociétés par Moody's.
22. Dale Arthur OESTERLE préc., note X, p. 745.
23. FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY (FHFA), *Statement of FHFA Director James B. Lockhart at News Conference Announcing Conservatorship of Fannie Mae and Freddie Mac*, 7 septembre 2008, p. 5, en ligne (consulté le 31 octobre 2014); D.A. OESTERLE, *id.*, 743; Thomas H. STANTON, « The Failure of Fannie Mae and Freddie Mac and the Future of Government Support for the Housing Financial System », (2009-10) 18 *J.L. & Pol'y* 217, 218; W. SALE, préc., note 3, 287 et 299.
24. Dawn KOPECKI, Fannie, Freddie Fall as Paulson Takes Control, Ends Dividends, Bloomberg, 8 semptembre 2008. ; Winston SALE, préc., note 3, p. 299.
25. Winston SALE, préc., note 3, p. 299.
26. Dawn KOPECKI, Laskawy, Koskinen Hired to Run Fannie, Freddie Boards (Update1), Bloomberg, 16 septembre 2008. ; Dawn KOPECKI, Government Taps Laskawy, Koskinen to run Fannie Freddie Boards, Bloomberg, 16 septemnre 2008. ; Romaine BOSTICK, Laskawy, Koskinen Named Chairmen of Fannie Mae, Freddie Mac, Bloomberg, 16 septembre 2008. ; Winston SALE, préc., note 3, p. 299.
27. Dale Arthur OESTERLE préc., note 2, p. 745.
28. L'EESA fut adopté à 75 voix contre 24 au Sénat et 263 contre 171 à la Chambre des représentants. ; « Tax Briefing: Emergency Economic Stabilization Act of 2008 », (2008) 86 Tax Mag. 61, p. 61.
29. Emergency Economic Stabilization Act of 2008, Pub. L. No. 110-343, 112 Stat. 3765.
30. Patrick MIGNAULT, « Droit, gouvernance d'entreprise et efficience des marchés financiers » (2013) 43 R.G.D. 237, p. 241.
31. Pour ce faire, nous utiliserons les communiqués de presse issus de Bloomberg Professional.
32. Id. ; Bloomberg, Start Putting Knowledge Into Action, en ligne (consulté le 22 nov. 2013).
33. James B. LOCKHART, Statement of FHFA Director James B. Lockhart, Federal Housing Finance Agency, 7 septembre 2008, p. 5, en ligne (consulté le 26 nov. 2013). ; Seyoon KIM, Lehman's Kwon Says U.S. Fannie Bailout to Ease Market Concern, Bloomberg, 7 septembre 2008. ; Gemma DALEY, RBA's Lowe Says Fannie, Freddie Takeover to Remove Uncertainty, Bloomberg, 7 septembre 2008. ; Wes GOODMAN, Treasuries Decline After U.S. Takes Control of Fannie, Freddie, Bloomberg, 7 septembre 2008.
34. Less communiqués de presse traitant de FNMA US Equity issus de Bloomberg entre le 7 septembre et le 8 octobre 2008 dans une langue autre qu'anglaise sont peu nombreux. À titre d'exemple, aucun résultat ne fut répertorié en français, 7 résultats en espagnol et 6 en allemand.
35. Nous avons précisément retenu les communiqués de presse écrits.
36. James B. LOCKHART, préc., note 23, p. 8. ; Dawn KOPECKI, Fannie, Freddie Fall as Paulson Takes Control, Ends Dividends, Bloomberg, 8 septembre 2008.
37. Aucun dividende ne fut déclaré en cette date. Nous renvoyons le lecteur à l'Annexe B pour ces valeurs.
38. Nous avons donc consulté les communiqués de presse du 8 au 12, 15 au 18 et 22 au 30 septembre 2008, ainsi que ceux du 1er au 3 octobre de cette même année.
39. Conscients de la limite de cette méthode, nous l'avons tout de même choisi compte tenu des contraintes temporelles qui nous furent imposées. Néanmoins, nous avons peu de peine à

adhérer à l'hypothèse voulant que les *Daily Digests* relèvent la totalité des thèmes centraux discutés par ces entités pour une journée donnée.

40. Ce choix découle de l'impossibilité de recourir à un pourcentage fixe pour l'ensemble des journées de la période cible, car tous les jours de fin de semaine, à l'exception du 7 septembre 2008, comportent moins de 8 communiqués de presse par jour. Un seul communiqué pour de telles journées représente donc 12,5 % ou plus de la population. Par opposition, en moyenne 36,8 communiqués répondant à nos critères furent publiés par jour du lundi au vendredi pour la période cible. En pareille situation, un communiqué représente uniquement 2,7 % de la population. Puisque seulement 8 communiqués répondaient à nos critères pour le 1er octobre 2008, cette date fut également retirée.
41. Compte tenu des contraintes temporelles auxquelles nous avons fait face et puisque tous les communiqués de presse furent analysés par une seule personne en une dizaine de jours, nous n'avons pas fait appel à un système de grilles d'analyse. Or, nous vous référons aux Annexes C et D, lesquelles présentent respectivement des exemples de communiqués considérés comme positifs ou négatifs pour Fannie Mae aux fin du présent exercice.
42. Cette opération ne modifia qu'une seule valeur, soit celle du 16 septembre 2008 qui passa de 0,481 $ à 0, 48 $.
43. Tous les jours entre le 7 septembre et le 3 octobre 2008 inclusivement, à l'exception des samedis et dimanches et du 1er octobre. *Infra*, section 1.2.
44. 14/25, en date du 16 septembre 2008; 18/35, en date du 22 septembre 2008; 18/33 en date du 19 septembre 2008.
45. À ce stade-ci, nous ne considérons pas une perception positive ou négative de la mise sous tutelle de Fannie Mae comme une tendance. Cette information fut ajoutée dans le but de facilité la compréhension globale de l'analyse par le lecteur.
46. 12/61, en date du 7 septembre 2008.
47. 18/168, en date du 8 septembre 2008.
48. 15/61, en date du 7 septembre 2008.
49. 19/168, en date du 8 septembre 2008.
50. 4/24.
51. 2/12.
52. 5/65.
53. 2/22.
54. *Supra*, section 2.1.3.
55. *Infra*, section 2.1.1.
56. Henry M. PAULSON, Testimony by Secretary Henry M. Paulson, Jr. Before the Senate Banking Committee on Turmoil in US Credit Markets Recent Actions Regarding Government Sponsored Entities, Investment Banks and Other Financial Institutions, 23 septembre 2008, en ligne (consulté le 26 nov. 2013), p. 2.
57. Id, p. 1.
58. Id, p. 2.
59. Id.
60. Ben S. BERNANKE, Statement of Ben S. Bernanke Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, 23 septembre 2008, en ligne (consulté le 26 nov. 2013), p.1.
61. Id.
62. Id, p. 4.
63. Lizzie O'LEARY, Senate Banking Panel to Hold Fannie. Freddie Hearing Sept. 16, Bloomberg, 9 septembre 2008. ; Daily Digest 12 septembre 2009, Senate Commitees, p. D1080, en ligne.
64. UNITED STATES SENATE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING AND URBAN AFFAIRS, (Hearing Has Been Postponed) Recent Regulatory Actions Regarding Fannie Mae and Freddie Mac, Tuesday, September 16, 2008, en ligne (consulté le 26 nov. 2013).
65. Ne pas confondre corrélation et causalité. La corrélation signifie l'existence d'un lien entre deux éléments, tandis que la causalité est généralement entendue au sens d'un phénomène qui en produit un second. Il existe plusieurs façons d'étudier la causalité, que ce soit à l'aide de tests mathématiques (ex. test de Granger) ou de postulats issus des sciences sociales (ex. théorie de l'*habitus* de Pierre Bourdieu). Or, cela ne fait pas partie de l'objet de notre article.
66. T. E. COPELAND, K. SHASTRI and J. F. WESTON, Financial Theory and Corporate Policy, 4th ed., London, United Kingdom, 2003, p. 353-355.
67. COMMITTEE ON FINANCIAL SERVICES U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES, *The Futur of the Financial Services : Exploring Solutions for the Market Crisis*, 24 septembre 2008, en ligne (consulté le 6 déc. 2013), p. 7.
68. 12/826.