

Un modèle pour recapitaliser les banques trop grandes pour faire faillite¹

Ce mécanisme de recapitalisation conçu pour les banques trop grandes pour faire faillite fait en sorte que ce soient les actionnaires et les créanciers privés non assurés, plutôt que le contribuable, qui supportent le coût d'une éventuelle résolution. Le modèle est simple et respecte pleinement la hiérarchie des créanciers existante ; il peut s'appliquer à toute entité en situation de défaillance au sein d'un groupe bancaire. Pour recapitaliser un établissement, il prévoit l'annulation partielle des créances en l'espace d'un week-end, de manière à donner immédiatement aux créanciers une idée certaine de leur perte maximale. La banque est ensuite mise en vente de telle sorte que le marché puisse déterminer les pertes qui seront finalement supportées par les créanciers. Ce mécanisme permet ainsi d'éliminer l'aléa moral à l'échelle d'un groupe bancaire de manière efficace en termes de coût et de limiter dans le même temps le risque posé à la stabilité financière. Ce mécanisme de recapitalisation financée par les créanciers est comparé à d'autres approches possibles, y compris le renflouement interne et les stratégies à « point d'entrée unique ».

JEL : G21, G28.

Pendant la crise financière, un certain nombre d'établissements financiers ont atteint le point de défaillance, ou même fait faillite. Leurs niveaux déclarés de fonds propres dépassaient généralement les exigences réglementaires minimales, mais le marché doutait qu'ils suffiraient pour couvrir d'éventuelles pertes. Les craintes d'une insolvabilité ont fait s'effondrer ces établissements en raison de leur manque de liquidité. Les déposants et autres créanciers ont exigé un remboursement immédiat, et les établissements à court de liquidité n'ont pas pu répondre aux demandes.

Nombre des établissements qui ont atteint le point de défaillance étaient considérés par les autorités comme trop grands pour faire faillite. En d'autres termes, ils étaient tellement grands, complexes et imbriqués avec le reste du système financier que le coût de leur cessation d'activité était jugé trop élevé pour le secteur public. Faut-il un mécanisme permettant à ces entités de redevenir viables, l'État les a lui-même recapitalisées, avec l'argent du contribuable.

Outre le fait qu'elles pèsent directement sur le contribuable, les opérations de renflouement financées par des fonds publics induisent un important aléa moral. De

¹ Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs et ne reflètent pas forcément celles de la BRI ou du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Les auteurs tiennent à remercier Wayne Byres et Neil Esho pour leur soutien, ainsi que Stephen Cecchetti, Claudio Borio et Christian Upper pour leurs commentaires utiles et les modifications rédactionnelles apportées au texte.

fait, la perspective d'un soutien de l'État peut amplifier la prise de risque, affaiblir la discipline de marché, produire des distorsions de la concurrence et accroître encore la probabilité de difficultés financières. Ces préoccupations ont incité à agir pour réduire la probabilité de défaillance des établissements trop grands pour faire faillite, essentiellement en leur imposant un niveau de fonds propres et de liquidité plus élevé et en appelant les autorités de contrôle à une vigilance accrue. Néanmoins, ces mesures ne répondent pas à la question du financement de la recapitalisation dans le cas où de telles entités atteignent le point de défaillance. Si l'on souhaite épargner le contribuable, ce sont les actionnaires et les créanciers des établissements en situation de défaillance qui devront être mis à contribution, mais comment ?

Ces dernières années, les autorités ont déployé des efforts importants pour améliorer les mécanismes de résolution des crises bancaires. Les premières initiatives ont surtout visé à obtenir le pouvoir juridique nécessaire pour remédier aux difficultés des entités financières nationales et mondiales trop grandes pour faire faillite, sans faire appel au contribuable. On peut citer par exemple les exigences du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en ce qui concerne l'absorption des pertes par les fonds propres « au point de non-viabilité », ou les principales caractéristiques des mécanismes de résolution qui ont été énoncées par le Conseil de stabilité financière². De tels pouvoirs et mécanismes ne sont toutefois pas suffisants, et l'incertitude quant à leur utilisation peut elle-même menacer la stabilité financière.

Il reste encore à définir plus clairement les droits du secteur privé dans le cadre de la résolution de la défaillance d'une banque trop grande pour faire faillite. Les déposants et les créanciers doivent avoir la garantie que toute tentative de recapitalisation passant par l'imposition de pertes aux actionnaires et aux créanciers respectera la hiérarchie des créances. Les déposants assurés avant la résolution doivent continuer à l'être *a posteriori*, et les créanciers dont les instruments étaient de rang supérieur ou égal à celui d'autres créances avant la résolution doivent être traités en conséquence. En résumé, un mécanisme de résolution applicable à une banque trop grande pour faire faillite doit respecter la hiérarchie des créances qui existait avant que l'établissement ait atteint le point de défaillance³.

Cette étude propose un modèle reposant sur une approche simple, un mécanisme de recapitalisation financé par les créanciers, que les autorités nationales pourraient mettre en œuvre pour clarifier l'affectation des pertes lorsqu'une banque trop grande pour faire faillite doit être recapitalisée. Ce mécanisme permet la recapitalisation en l'espace d'un week-end sans que le contribuable ne soit sollicité. Il fait intervenir une société holding *temporaire*, chargée de répartir les pertes en respectant scrupuleusement la hiérarchie des créanciers et recourt au marché pour déterminer les pertes que les créanciers devront absorber afin de recapitaliser la banque.

² Voir Comité de Bâle, *Minimum requirements to ensure loss absorbency at the point of non-viability*, janvier 2011, et Conseil de stabilité financière, *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, octobre 2011.

³ Après les événements survenus à Chypre, le Président de la BCE, Mario Draghi, a indiqué : « En quoi le renflouement interne est-il un problème ? Le renflouement interne n'est pas un problème en soi : c'est l'absence de règles *ex ante* connues de toutes les parties [...] qui en fait un événement désordonné » (BCE, conférence de presse, 4 avril 2013, www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130404.en.html%20).

Le mécanisme proposé reprend des éléments d'autres méthodes de résolution bancaire comme le renflouement interne et l'intervention d'une société holding (voir ci-après). Il n'est pas nécessairement destiné à remplacer ces autres méthodes, mais à les compléter en donnant des orientations claires sur la problématique fondamentale que constitue la recapitalisation des banques trop grandes pour faire faillite qui atteignent le point de défaillance. Comme pour d'autres approches, il faudra néanmoins régler plusieurs questions opérationnelles et juridiques détaillées avant de pouvoir mettre en œuvre ce mécanisme. La présente étude met en évidence les avantages de la structure globale de ce dispositif et suggère une approche par étapes pour régler ces questions.

Aperçu général du mécanisme de recapitalisation proposé

Par définition, une banque trop grande pour faire faillite qui atteint le point de défaillance doit être recapitalisée parce les autorités ont jugé inacceptables les risques qu'une liquidation ferait peser sur la stabilité financière. Le mécanisme proposé ici prévoit d'imposer à *ses créanciers* de la renflouer lorsqu'elle atteint le point de défaillance. Il permet à une telle banque de se recapitaliser en un week-end sans solliciter le contribuable et de poursuivre son activité. Ce mécanisme n'est pas destiné à remplacer la liquidation pour les banques qui ne sont pas trop grandes pour faire faillite, mais constitue une variante comparable à la liquidation sous l'angle de l'allocation des pertes⁴.

La propriété de la banque est transférée à une société holding temporaire créée à cette fin. La banque est immédiatement recapitalisée par annulation d'un volume suffisant de créances en un week-end. La holding temporaire la met ensuite en vente au prix du marché et répartit le produit de l'opération entre les créanciers dont les créances ont été annulées, dans le strict respect de la hiérarchie telle qu'elle existait avant la défaillance. Sur la période comprise entre la recapitalisation et la vente de la banque, l'équipe de direction et les membres du conseil responsables de la faillite pourront être remplacés, selon ce qui sera approprié. Les dépôts assurés sont entièrement protégés des effets de l'annulation ; une commission est prélevée directement auprès du système national d'assurance des dépôts.

Le mécanisme de base : sans dépôts assurés

Le traitement des dépôts assurés est extrêmement important dans tout mécanisme de résolution bancaire. Toutefois, il convient de souligner les caractéristiques essentielles de la résolution financée par les créanciers en supposant d'emblée que la banque n'a pas de dépôts assurés. Le traitement des dépôts assurés énoncé ci-après à la section « Mécanisme étendu : avec dépôts assurés » vient compléter le mécanisme de base décrit ici.

⁴ Ce mécanisme pourrait en principe être appliqué à toute banque ayant atteint le point de défaillance, mais la liquidation peut rester le premier choix des autorités lorsqu'elle peut être réalisée sans trop peser sur la stabilité financière ; toutefois, pour éviter de solliciter le contribuable, les autorités doivent avoir mis en place les mécanismes qui permettent d'imposer aux créanciers de financer la recapitalisation en cas de besoin.

Les bilans de la banque présentés sur les graphiques et dans les tableaux qui suivent sont ses bilans comptables. Comme indiqué dans l'introduction, nombre de banques qui ont atteint le point de défaillance pendant la crise financière affichaient des fonds propres positifs, mais ce volume ne suffisait pas pour couvrir les pertes attendues. Les marchés n'étaient donc pas disposés à prêter à ces établissements. Les autorités n'étant pas non plus prêtes à les aider, ces banques ont fait faillite. La description ci-après ne fait pas apparaître les pertes matérialisées de la banque recapitalisée étant donné qu'elles ne sont pas connues au moment de la recapitalisation, mais elle montre que le mécanisme proposé permet de relever les fonds propres au niveau jugé suffisant pour couvrir les pertes anticipées.

Phase 1 : Recapitalisation de la banque en un week-end

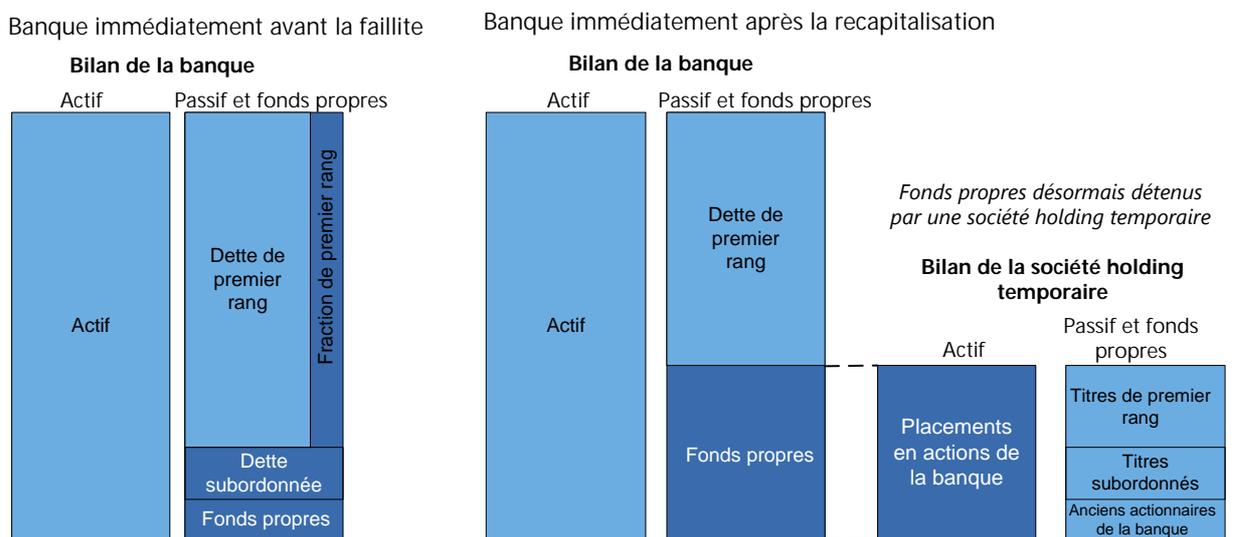
Quand une banque trop grande pour faire faillite atteint le point de défaillance, les autorités nationales lancent immédiatement, en l'espace d'un week-end, une procédure de transfert forcé de sa propriété à une société holding temporaire créée à cet effet (les actions ordinaires de la banque deviennent ainsi les actifs de la société holding). En contrepartie, les anciens actionnaires de la banque reçoivent une créance résiduelle sur la société holding. Les droits de vote de la société holding sont exercés par l'autorité chargée de la résolution.

Pour recapitaliser la banque au cours du week-end, l'autorité de résolution annule simultanément toutes les émissions de dette subordonnée, ainsi qu'une partie des titres de premier rang non garantis et non assurés. Étant donné que les fonds propres correspondent à la différence entre l'actif et le passif, une diminution du passif se traduit par une augmentation des fonds propres (graphique 1, cadre de gauche et barres du milieu). À ce stade, l'actif de la banque n'a fait l'objet d'aucun ajustement, et la taille totale du bilan reste par conséquent la même ; seules les composantes du passif et des fonds propres changent.

L'autorité de résolution déterminera la proportion des créances de premier rang qui sera annulée. Sa décision doit reposer sur une estimation généreuse du volume de fonds propres à constituer pour que la banque supporte toute l'étendue des pertes potentielles qu'elle peut encore s'attendre à subir. En d'autres termes, les

Fonctionnement du mécanisme, sans dépôts assurés : recapitalisation en un week-end

Graphique 1



autorités doivent se donner à elles-mêmes, et donner aux intervenants de marché, l'assurance que la banque restera suffisamment capitalisée pour couvrir les pertes à mesure qu'elles se matérialiseront. Comme expliqué plus loin, les autorités peuvent faire une estimation généreuse parce que l'ampleur de l'annulation ne détermine pas les pertes que subiront *in fine* les créanciers.

Les investisseurs affectés par les annulations reçoivent des créances sur la société holding temporaire (sous forme de titres) qui équivalent, en termes de volume et de rang, à leurs créances sur la banque qui ont été annulées (graphique 1, barres de droite, « Dette de premier rang » et « Dette subordonnée »).

On peut illustrer l'impact de la phase 1 par un exemple chiffré. Supposons que, juste avant le point de défaillance (graphique 1, barres de gauche), le bilan de la banque se présente comme suit :

Bilan de la banque immédiatement avant la faillite

Actif : \$100	Dette de premier rang : \$91
	Dette subordonnée : \$5
	Fonds propres : \$4

Bien que la banque dispose de \$4 de fonds propres comptables, le marché estime que ce n'est pas suffisant pour couvrir les pertes potentielles compte tenu du degré de risque de ses actifs. Pour apaiser ces doutes à l'égard du processus de recapitalisation, les autorités estiment que la banque a besoin de \$16 de fonds propres pour assurer sa continuité d'exploitation. Ce montant proviendra de l'annulation de \$7 de titres de dette de premier rang et de toute la dette subordonnée (\$5). Après ces annulations (graphique 1, barres du milieu), le bilan de la banque se présente comme suit :

Bilan de la banque immédiatement après la recapitalisation

Actif : \$100	Dette de premier rang : \$84
	Fonds propres : \$16

De plus, la phase 1 transfère la propriété de la banque à une holding nouvellement créée et émet les titres de cette dernière au profit des investisseurs en titres de dette de premier rang et subordonnée et des anciens actionnaires de la banque, à hauteur des annulations qu'ils ont subies. Le bilan de la société holding après la phase 1 se présente donc comme suit :

Bilan de la société holding immédiatement après la recapitalisation

Actif (fonds propres de la banque) : \$16	Dette de premier rang : \$7
	Dette subordonnée : \$5
	Anciens actionnaires de la banque \$4

Phase 2 : La banque rouvre après le weekend

À la fin du week-end, les autorités annoncent que la recapitalisation a procuré à la banque un volume substantiel de fonds propres lui permettant de protéger les détenteurs de la dette qui reste inscrite à son bilan. Le lundi matin, elles procèdent à la réouverture de la banque et peuvent lui apporter le soutien de liquidité requis,

car elle est désormais bien capitalisée, c'est-à-dire qu'elle détient suffisamment de fonds propres pour couvrir ses pertes attendues. L'équipe de direction et les membres du conseil d'administration pourront être remplacés selon ce qui sera approprié. Tous les actifs surestimés et les passifs sous-estimés peuvent être réévalués si nécessaire (les réévaluations ne sont pas représentées sur les graphiques).

Phase 3 : Vente de la banque recapitalisée

La société holding temporaire est tenue de mettre la banque en vente dans les mois qui suivent sa recapitalisation. Après la vente, la holding est liquidée et le produit de la vente réparti entre les anciens investisseurs de la banque selon la hiérarchie de leurs créances.

Le graphique 2 illustre une vente dans laquelle les investisseurs acquièrent la banque pour un montant inférieur à la valeur des fonds propres inscrits à son bilan. Ce montant correspond à l'estimation, par les investisseurs, des profits et pertes futurs de la banque qui ne figurent pas encore sur le bilan comptable. La différence entre le montant payé par les investisseurs et les fonds propres de la banque est la perte subie par les anciens actionnaires et les créanciers dont les titres ont été annulés.

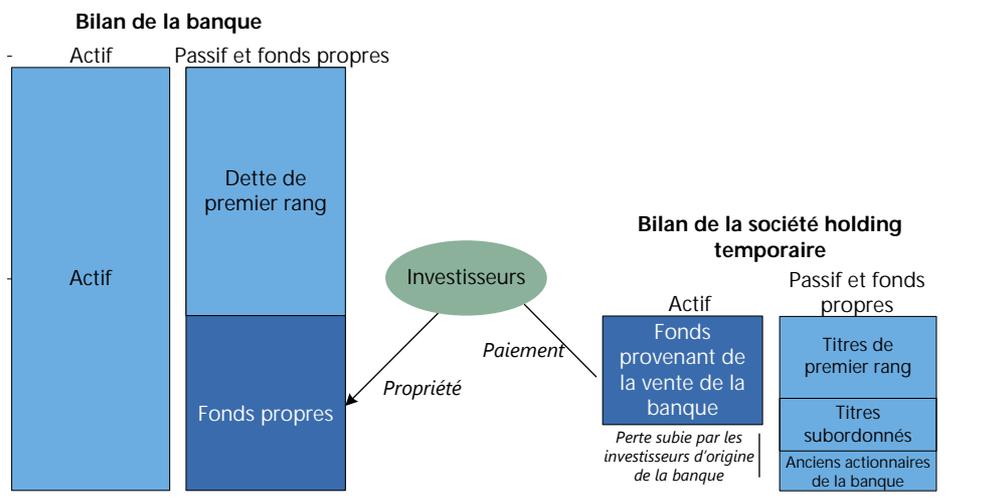
On développe ensuite l'exemple chiffré pour illustrer l'impact de la phase 3. Supposons que, pour acquérir l'ensemble des actions de la banque, les investisseurs ne paient à la société holding que \$10, un montant inférieur à la valeur comptable des fonds propres de la banque (\$16).

La société holding est liquidée et distribue ses actifs (les \$10 provenant de la vente de la banque) aux créanciers et actionnaires de la banque, en respectant scrupuleusement la hiérarchie de leurs créances. Mais les actifs ne suffisent pas à rembourser toutes ces créances. Dans cet exemple, la somme de \$7 est versée aux

Fonctionnement du mécanisme, sans dépôts assurés : vente de la banque

Graphique 2

Vente par la société holding et répartition du produit entre les anciens créanciers, dans le strict respect de leur hiérarchie



détenteurs des titres de premier rang (remboursement intégral), les \$3 restants vont aux détenteurs des titres subordonnés (qui ne reçoivent que \$3 sur leur créance de \$5) et les anciens actionnaires de la banque ne reçoivent rien⁵. Il en résulte le bilan suivant :

Bilan de la société holding immédiatement après la vente de la banque

Actif (liquidités provenant de la vente de la banque) : \$10	Dette de premier rang : \$7 (\$7 payés) Dette subordonnée : \$5 (\$3 payés) Anciens actionnaires : \$4 (\$0 payé)
--	---

Mécanisme étendu : avec dépôts assurés

En réalité, le bilan d'une banque inclut à la fois les dépôts assurés et les dépôts non assurés. Toutefois, la prise en compte des dépôts assurés ne change rien au fonctionnement du mécanisme proposé. Les dépôts *non assurés* sont en effet traités exactement comme les autres créances de premier rang dans le mécanisme de base décrit plus haut : les déposants subissent la même annulation partielle de leurs créances que les autres créanciers de premier rang détenteurs d'une créance de rang égal, et reçoivent en contrepartie des titres émis par la société holding⁶. Cependant, afin d'éviter les retraits massifs et de favoriser la stabilité financière, les autorités doivent donner l'assurance non équivoque que les dépôts *assurés* seront entièrement protégés pendant la recapitalisation obligatoire d'une banque trop grande pour faire faillite.

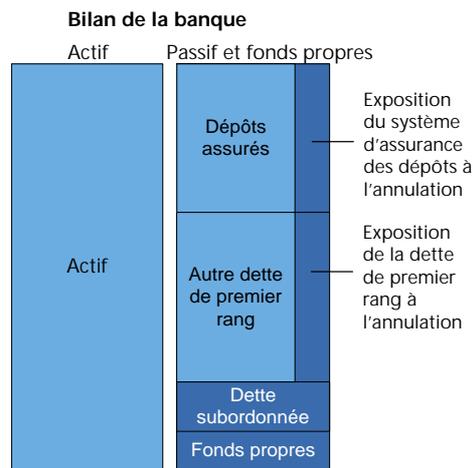
Une telle assurance ne viendra pas d'un plan de recapitalisation qui impute d'abord une partie des pertes aux déposants assurés et leur demande ensuite de recouvrer leur perte auprès du système d'assurance des dépôts. Bien que respectant la hiérarchie des créanciers, cette méthode saperait la confiance dans le système financier et provoquerait des retraits. Elle n'a d'ailleurs pas lieu d'être. Pour que les déposants assurés aient confiance dans un plan de recapitalisation financé par les créanciers, il est plus efficace, et beaucoup plus simple aussi, d'exiger des systèmes d'assurance des dépôts qu'ils supportent directement les pertes, sans toucher aux dépôts assurés.

Cette approche consiste à produire des fonds propres non pas par l'annulation d'un certain montant de dépôts assurés mais par un paiement direct du système d'assurance des dépôts à la banque (ce qui accroît les actifs bancaires). Le système de garantie des dépôts détiendrait dans ce cas une créance sur la société holding pendant la phase 3 du dispositif de base, de même que les créanciers non assurés dont les titres ont été annulés.

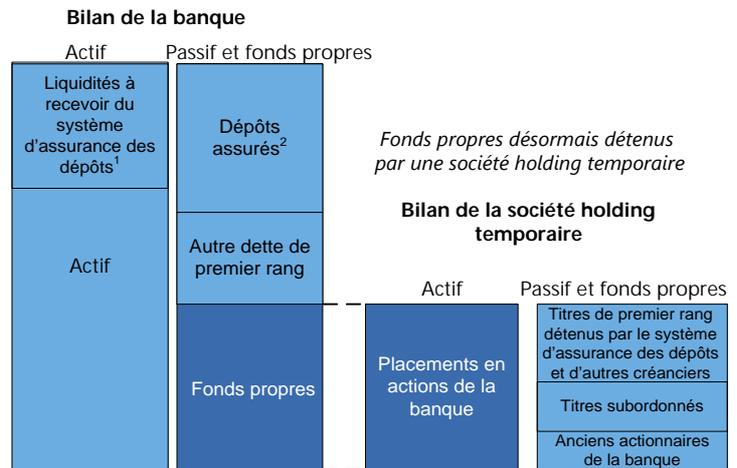
⁵ Les créanciers de premier rang auraient subi une perte uniquement si le montant payé pour la banque par les nouveaux investisseurs avait été inférieur aux créances détenues par les créanciers de premier rang sur la holding.

⁶ Pour simplifier, supposons que la juridiction dans laquelle le mécanisme est appliqué ne donne pas la préférence aux déposants. En d'autres termes, il n'y a pas d'obligation juridique conférant aux créances des déposants un rang supérieur à celui des autres créances de premier rang en liquidation. Si les déposants étaient privilégiés, les fonds des déposants non assurés, et le régime d'assurance des dépôts des déposants assurés, ne devraient pas pâtir des effets d'une annulation dans le mécanisme proposé, à moins que toutes les créances de deuxième rang aient d'abord été entièrement annulées.

Banque immédiatement avant la faillite



Banque immédiatement après la recapitalisation



¹ Paiement du système d'assurance des dépôts à la banque pour couvrir les pertes correspondant à la part des déposants dans l'annulation. ² Non affectés par l'annulation en raison du paiement du système de garantie des dépôts.

Les trois phases du mécanisme de base sont récapitulées ci-après, mais cette fois en ce qui concerne une banque trop grande pour faire faillite et dont les dépôts sont assurés.

Phase 1 avec dépôts assurés : recapitalisation de la banque en un week-end

Cette phase est essentiellement la même que celle décrite dans le cas de figure où il n'y a pas de dépôts assurés. Toutefois, plutôt que d'annuler une partie des dépôts assurés pour constituer des fonds propres, le système d'assurance des dépôts est tenu de verser à la banque un montant égal. Les déposants assurés ne sont donc pas du tout touchés par l'annulation. Toutefois, tout comme les autres créanciers de premier rang, le système d'assurance des dépôts reçoit les titres de premier rang émis par la société holding⁷ (graphique 3). Il détient un montant de ces titres égal aux dépôts assurés de la banque qui, sinon, auraient été annulés.

Phase 2 avec dépôts assurés : la banque rouvre après le week-end

Cette phase est essentiellement la même que celle décrite dans le cas de figure sans dépôts assurés. Toutefois, les autorités annonceraient aussi que les dépôts assurés ont été protégés par le système d'assurance des dépôts et que les fonds des déposants assurés ne sont pas affectés.

Phase 3 avec dépôts assurés : vente de la banque recapitalisée

Cette phase est essentiellement la même que celle décrite dans le cas de figure sans dépôts assurés, mais le produit de la vente de la banque est versé au système d'assurance des dépôts et aux détenteurs des créances de rang égal, qui sont prioritaires par rapport aux autres investisseurs.

⁷ Si une juridiction donnait la préférence aux déposants, seuls le système d'assurance des dépôts et les déposants non assurés recevraient les titres de premier rang de la société holding. Les autres créanciers de premier rang de la banque recevraient des titres de rang immédiatement inférieur.

Traitement des financements garantis dans le cadre de la recapitalisation

Pour qu'un plan de résolution soit conforme aux accords passés au préalable avec les investisseurs, il est impératif que les financements garantis apportés à une banque continuent d'être protégés. Cependant, la protection ne devrait s'appliquer que dans la mesure où la sûreté couvre les créances des investisseurs. Tout montant qui n'est pas garanti en raison d'une sûreté insuffisante au point de défaillance devrait être radié, de même que les autres créances non garanties.

Comparaison avec d'autres stratégies de recapitalisation

Le mécanisme proposé reprend des éléments de deux grands types de stratégies de recapitalisation existantes ou envisagées (le renflouement interne et certains mécanismes faisant intervenir une société holding) qui visent à recapitaliser rapidement une banque ou un groupe bancaire en faillite (par exemple en l'espace d'un week-end).

- *Mécanismes de renflouement interne.* Ils visent à convertir directement les titres des créanciers d'une banque en nouvelles actions ordinaires⁸. Les mécanismes de renflouement interne qui émettent immédiatement des actions ordinaires au profit des créanciers d'une banque au point de défaillance, selon une formule prédéterminée, seront dénommés ci-après « mécanismes de renflouement interne direct ».
- *Mécanismes de résolution bancaire faisant intervenir une société holding (stratégie « à point d'entrée unique »)*⁹. Ces mécanismes s'appliquent généralement aux banques qui, avant d'atteindre le point de défaillance, sont détenues par une holding qui a émis de la dette. S'il y a lieu de recapitaliser tout le groupe bancaire, cette société holding peut être tenue de vendre la banque ou de la transférer à l'autorité de résolution, ce qui a pour effet de recapitaliser le groupe en radiant la dette au niveau de la holding).

En pratique, il existe bien d'autres mécanismes de recapitalisation, qui comportent chacun de nombreuses variantes possibles. Certains ont pour objectif une recapitalisation sur une période plus longue, afin de donner aux autorités nationales le temps de procéder à une évaluation détaillée des besoins de recapitalisation de la banque en faillite ; on les dénommera collectivement « stratégies par étapes ». On peut citer comme exemple un dispositif de renflouement interne modifié qui diffère la conversion des titres des créanciers

⁸ Pour des informations supplémentaires, voir Fonds monétaire international, « From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions », *Staff Discussion Note* 12/03, Washington, avril 2012.

⁹ Aux fins de la présente étude, un mécanisme faisant intervenir une société holding constitue une stratégie « à point d'entrée unique » comme envisagé par les autorités américaines. L'approche retenue par les États-Unis consiste essentiellement à recapitaliser tout le groupe en imputant les pertes au niveau de la société mère, c'est-à-dire au niveau de la holding d'un groupe trop grand pour faire faillite. Pour des informations supplémentaires sur ce point et sur la stratégie adoptée par la Banque d'Angleterre pour la stratégie de recapitalisation « à point d'entrée unique », voir Federal Deposit Insurance Corporation et Banque d'Angleterre, *Resolving globally active, systemically important, financial institutions*, décembre 2012.

d'une banque dans l'attente de l'évaluation officielle de ses besoins de recapitalisation. Une stratégie par étapes peut aussi faire intervenir une « banque relais » (*bridge bank*) : une structure de défaillance (*bad bank*) est créée sur la base d'une évaluation détaillée des besoins en fonds propres de l'entité saine.

Si le mécanisme proposé ici intègre des éléments des approches existantes ou envisagées, il a été conçu pour éviter leurs principaux inconvénients. Il constitue donc peut-être la *seule* approche pouvant simultanément i) respecter la hiérarchie des créanciers (maximisation de l'efficacité), ii) procéder à une recapitalisation en l'espace d'un week-end, de manière à donner immédiatement aux créanciers une idée certaine de leur perte maximale (et limite les risques d'instabilité financière), et iii) être appliqué à tous les créanciers non assurés à l'échelle d'un groupe trop grand pour faire faillite (éliminant ainsi complètement l'aléa moral).

Comparaison avec les mécanismes de renflouement interne

Respect de la hiérarchie des créanciers

Lorsqu'une entreprise est liquidée, le liquidateur met ses actifs en vente et verse le produit de la vente aux créanciers de premier rang, puis aux créanciers subordonnés, et enfin aux actionnaires, strictement dans cet ordre (selon leur priorité dans la structure du passif). Cela signifie que les actionnaires ne recevront rien si un créancier subit une perte, et que les détenteurs de créances subordonnées n'auront droit à rien si les créanciers de premier rang subissent une perte.

Néanmoins, les mécanismes de renflouement interne direct ne respectent pas à la lettre cette hiérarchie. Ils convertissent la dette des créanciers d'une banque en actions, ce qui dilue les créances des actionnaires existants, mais sans les faire disparaître complètement, même si les créanciers existants subissent des pertes¹⁰. Ce non-respect de la hiérarchie n'existe pas dans le mécanisme de recapitalisation proposé : celui-ci indemnise les actionnaires seulement dans le cas où les créanciers sont remboursés en intégralité, et il indemnise les détenteurs de créances subordonnées seulement si les créanciers de premier rang sont remboursés en intégralité.

Indemnisation des créanciers

Tout dispositif consistant à annuler des créances afin de recapitaliser une banque défaillante met les autorités dans une situation difficile. D'un côté, ces annulations devraient être suffisamment importantes pour permettre à la banque recapitalisée de survivre sans le soutien du contribuable. De l'autre, pour traiter les créanciers de façon équitable et limiter l'instabilité financière, les autorités veulent éviter de leur faire supporter davantage de pertes qu'il n'est nécessaire. En outre, tout retard dans

¹⁰ Les créanciers subiront une perte si la valeur des actions qu'ils reçoivent est inférieure au montant à hauteur duquel leurs anciennes créances sont réduites, une issue inévitable si les besoins de recapitalisation de la banque sont importants. On pourrait considérer que si les créanciers acceptent l'éventualité de subir une perte avant que les actionnaires de la banque soient radiés (par exemple en achetant un instrument de dette, lorsque cette possibilité est mentionnée dans les conditions et modalités – c'est ce qu'on appelle le « renflouement interne contractuel »), il se crée alors une nouvelle hiérarchie des créanciers. Toutefois, la présente étude cherche à déterminer si les dispositifs de résolution respectent la hiérarchie *existante* des créanciers qui s'applique lors d'une liquidation. Elle avance que le respect de cette hiérarchie est essentiel pour limiter l'incertitude et attirer l'important vivier d'investisseurs en titres de dette (voir plus loin la section « Profondeur et liquidité des marchés »).

la décision sur le volume à annuler prolonge l'incertitude sur les pertes que les créanciers pourront supporter, et il risque d'avoir de graves répercussions sur la stabilité financière.

Le mécanisme de recapitalisation proposé ici permet aux autorités de parvenir à un juste équilibre entre stabilité et équité. L'autorité de résolution peut rapidement prendre une décision prudente sur les annulations de créances qui sont nécessaires pour recapitaliser la banque durant le week-end. Les créanciers sont ainsi *immédiatement* fixés sur leur perte *maximale*, ce qui limite les risques pour la stabilité financière. Les créanciers restent en outre certains que, quel que soit le volume annulé, ils recevront une indemnisation équitable. En effet, le montant obtenu du marché pour la vente de la banque recapitalisée à la phase 4 du processus est supérieur au montant annulé lors de la phase 1¹¹.

Pour illustrer ce point, imaginons que les autorités décident d'annuler une grande partie des créances de premier rang pour que la banque soit très bien capitalisée et à même de remplir ses obligations envers tous ses autres créanciers. Cette annulation partielle accroît la valeur de la banque recapitalisée et permet d'obtenir un prix de vente plus élevé. Un prix plus élevé signifie aussi que davantage de fonds sont disponibles pour indemniser ces créanciers de premier rang dont les titres ont été annulés. Cette dynamique autorégulatrice assure une valeur de marché aux créanciers et évite que les autorités soient accusées de pénaliser les créanciers (ou, au contraire, de les favoriser) en voulant rétablir au plus vite la stabilité financière.

Le recours à la valorisation de marché pour déterminer l'imputation des pertes aux créanciers contraste fortement avec le mécanisme de renflouement interne *direct*. Ce dernier a pour objectif, *via* une conversion rapide des créances en actions, de déterminer précisément la perte qui sera subie par les créanciers. Mais ce faisant, il fixe le nombre d'actions émises au profit des créanciers avant que la valeur de marché de la banque recapitalisée soit connue. En conséquence, il impute une valeur non connue et risque d'indemniser excessivement ou insuffisamment les créanciers pour leurs pertes. Quand ils achètent des créances requalifiables (*bail-in debt*), les investisseurs veulent recevoir une rémunération pour compenser cette incertitude, et c'est pourquoi ce type de dispositif a un coût qui n'existe pas avec le mécanisme de recapitalisation proposé ici. (Certains dispositifs de renflouement interne modifiés tentent néanmoins de remédier à ce problème en différant la conversion des créances ; voir plus loin la section intitulée « Comparaison avec les stratégies de recapitalisation par étapes ».)

Profondeur et liquidité des marchés

Un autre facteur important du coût du financement d'une banque est la profondeur et la liquidité des marchés pour les instruments qu'elle émet. En fait, nombreux sont les investisseurs en titres de dette bancaire dont le mandat interdit les placements

¹¹ La valorisation de marché et le respect de la hiérarchie des créanciers apparentent très largement le mécanisme à une procédure de liquidation ordinaire en ce qui concerne l'imputation des pertes. Quand une entreprise fait faillite, puis est placée en liquidation, les droits ordinaires des actionnaires et des créanciers sont remplacés par des créances sur la vente de ses actifs. Lorsque le mécanisme proposé sert à recapitaliser une banque, la société holding temporaire exerce en fait la fonction d'un liquidateur ; toutefois, au lieu de vendre les actifs de la banque, elle vend la banque tout entière, qui peut ainsi poursuivre son activité. Une banque à laquelle on permet de continuer d'opérer peut aussi conserver sa réputation. Par conséquent, sa vente devrait en principe générer pour les créanciers une valeur plus élevée que dans le cas d'une liquidation.

en actions, si bien que les créances requalifiables qui sont convertibles en actions (sans certitude que l'indemnisation sera appropriée) seront moins souvent jugées acceptables par les investisseurs en titres de dette, et donc moins liquides qu'un instrument de dette pur.

En revanche, la dette concernée par le mécanisme de recapitalisation proposé n'exige pas des investisseurs qu'ils puissent recevoir des actions et garantit une indemnisation respectant pleinement la hiérarchie des créances. Les investisseurs en titres de dette reçoivent des liquidités provenant de la vente de la banque, de la même façon qu'ils en obtiendraient de la cession d'actifs en liquidation. Une telle dette est donc plus susceptible d'être liquide car elle sera plus souvent notée comme telle, intégrée dans les indices obligataires et acceptée par les investisseurs sur le marché national et mondial.

En d'autres termes, par rapport au renflouement interne direct, le mécanisme proposé ici devrait maximiser la profondeur et la liquidité des marchés de la dette en respectant la structure des marchés *existants* plutôt qu'en cherchant à les modifier pour créer de nouveaux marchés et y écouler un grand volume d'instruments hybrides.

Actionnariat

Dans les dispositifs de renflouement interne direct, les actionnaires de la banque recapitalisée sont à la fois les anciennes actionnaires et les anciens créanciers. Au contraire, dans le mécanisme de recapitalisation proposé ici, les actionnaires sont de nouveaux investisseurs en actions qui agissent en toute liberté et ont fait le choix d'acquérir la banque recapitalisée. Le mécanisme envisagé évite ainsi une situation dans laquelle les investisseurs en titres de dette pourraient brusquement devenir des actionnaires et, partant, ne pas être en mesure d'exercer des fonctions essentielles, telles que la nomination d'une nouvelle équipe pour diriger la banque. En outre, dans le mécanisme de recapitalisation proposé, les investisseurs en actions de la banque peuvent être soumis à toutes les procédures habituelles d'évaluation préalable qui sont appliquées par les autorités réglementaires aux nouveaux propriétaires potentiels des banques, ce qui n'est pas toujours possible avec un dispositif de renflouement interne direct qui convertit immédiatement les créances en actions.

Comparaison avec le mécanisme de résolution faisant intervenir une société holding (stratégie « à point d'entrée unique »)

Efficiences

Le mécanisme de recapitalisation proposé est axé sur l'absorption des pertes au niveau de la banque (l'entité active) mais peut aussi être mis en œuvre pour toute entité d'un groupe bancaire. Il se différencie du dispositif qui consiste à imputer les pertes sur la dette émise par une société holding préexistante, propriétaire de la banque. Ce dispositif risque d'induire un coût superflu résultant d'une « subordination structurelle » : la dette émise par la société holding occupe *de facto* un rang inférieur dans la hiérarchie des créances émises par la filiale bancaire active, et elle est par conséquent plus onéreuse.

Pour donner un exemple simple, prenons le cas d'un groupe bancaire qui comprend une société holding et une seule filiale bancaire. Supposons que, pour améliorer la capacité de résolution des difficultés de ce groupe, les autorités exigent

l'émission d'un important volume de dette permettant d'absorber les pertes. Il s'agit alors de savoir quel sera la solution la plus efficiente, à savoir qui doit émettre ce gros volume de dette, la holding ou la filiale ? La réponse est : la filiale.

La dette émise par la société holding est « structurellement subordonnée » à la dette émise par la banque étant donné qu'elle dépend des dividendes ordinaires versés par la banque à la holding pour le paiement des intérêts courus. Le conseil d'administration ou la direction de la banque peut suspendre le versement des dividendes aux actionnaires ; en outre, si la situation est tendue, les autorités peuvent aussi réduire les dividendes ou en suspendre le versement. La subordination structurelle donne ainsi un pouvoir discrétionnaire à la direction et aux autorités réglementaires ; elle crée une incertitude qui exercera une pression à la hausse tant sur le coût de la dette émise par la société holding que sur le coût total du financement du groupe bancaire¹².

En revanche, la dette émise par la banque n'est pas tributaire du paiement discrétionnaire de dividendes. Elle ne dépend que de la capacité de la banque à éviter la faillite. De plus, lorsque la banque réduit ses dividendes pour reconstituer ses actions ordinaires, elle renforce la protection de la dette qu'elle émet, cette dette étant désormais protégée par un plus grand volant d'actions ordinaires. Les agences de notation, dont les deux plus importantes pour le secteur bancaire, ont en fait toujours noté la dette émise par une société holding au moins un cran au-dessous de la dette émise par la banque active, notamment en raison de la subordination structurelle. S'agissant des groupes moins bien notés ou en difficulté, la rétrogradation peut être encore plus sévère. En outre, ces pratiques qui existent depuis très longtemps ont récemment été réaffirmées avec la loi Dodd-Frank et avec les stratégies de résolution bancaire faisant intervenir une holding¹³.

Aléa moral

Par rapport à l'approche faisant intervenir une société holding (stratégie « à point d'entrée unique »), le mécanisme de recapitalisation proposé ici est conçu de manière à gérer plus pleinement l'aléa moral. Il répartit pour cela les pertes entre *tous* les créanciers non assurés de la banque, au lieu de les imputer sur un sous-ensemble de titres de dette émis par la société holding.

Si seuls les créanciers de la holding (ou certaines catégories de créanciers de la banque) supportent les pertes, un problème évident se pose : le volume total de créances susceptible d'être annulé ne sera peut-être pas suffisant pour recapitaliser la banque. Et les créanciers restants risquent de penser qu'ils continuent d'être protégés en l'absence de mécanisme pouvant leur imputer des pertes si une recapitalisation devient nécessaire.

Des problèmes se posent aussi, plus largement, lorsque la dette émise par une société holding ou certaines sous-catégories de titres de dette émis par la banque

¹² La subordination structurelle ne dépend d'aucune juridiction, mais son impact peut être exacerbé lorsque la société holding ne relève pas de la même autorité de réglementation que la filiale bancaire, tout particulièrement quand les deux autorités ne font pas partie de la même juridiction.

¹³ Pour en savoir plus sur les méthodologies des agences de notation, voir par exemple Standard & Poor's, *Reassessing US non-operating financial holding company creditworthiness under the Dodd-Frank Act*, 10 décembre 2012, Standard & Poor's, *Criteria: financial institutions: general: analytical approach to assessing non-operating holding companies*, 17 mars 2009, et Moody's Investors Service, *Reassessing systemic support in US bank ratings – an update and FAQs*, 27 mars 2013.

sont destinées à constituer la principale source de financement de la recapitalisation. Comme il est beaucoup plus facile d'imputer des pertes sur des créances de premier rang simples (titres de dette émis au profit d'investisseurs extérieurs) que sur des instruments plus complexes (des dérivés, par exemple), les stratégies de résolution visant à apporter un financement suffisant pour couvrir les pertes possibles ont tendance à se concentrer sur les créances simples. Une situation semblable peut aussi se produire quand les autorités s'attachent à protéger le financement à court terme contre les pertes durant la résolution ou la recapitalisation. L'inconvénient de telles approches est que la hiérarchie des créanciers n'est pas respectée, et que les créances de premier rang les plus complexes et dont l'échéance est la plus courte sont en fait subventionnées par les titres moins complexes et à échéance plus longue. Cet effet peut contrecarrer les efforts récemment déployés par les autorités de réglementation pour réduire la complexité et accroître la durée des financements. À terme, c'est la résilience du système financier mondial qui pourrait en pâtir.

Le mécanisme de recapitalisation proposé est applicable à tout créancier non assuré d'une entité juridique faisant partie d'un groupe financier (opérant, par exemple, dans le secteur bancaire, le négoce/courtage, ou l'assurance) que les autorités cherchent à renflouer sans faire appel au contribuable. Il peut cibler au sein du groupe l'entité défaillante qui est trop grande pour faire faillite, qu'il s'agisse de la société holding ou d'une filiale. Son applicabilité universelle tient au fait que la holding temporaire n'est créée que lorsque le mécanisme de recapitalisation est activé. Cette holding temporaire ne faisant pas partie de la structure du groupe, elle peut servir à recapitaliser l'une ou l'autre de ses entités. Cette stratégie se différencie de l'approche « à point d'entrée unique », qui se contente d'imputer les pertes sur la dette émise par la société mère du groupe et a l'inconvénient de limiter la capacité à gérer l'aléa moral entre les entités d'un même groupe.

Envoi d'un signal au marché

Outre l'aléa moral, le recours à un point d'entrée unique peut également se heurter à un problème de « signal envoyé au marché ». Supposons un grand groupe bancaire, composé d'une holding et de nombreuses filiales bancaires internationales, que les intervenants de marché jugent trop grand pour faire faillite. Dans un modèle de résolution faisant intervenir la holding, la dette que celle-ci émet est la source de financement qui supportera les pertes si le groupe doit être recapitalisé. Cette dette est donc une source de fonds propres pour protéger les créanciers des filiales. Si une filiale prend des risques excessifs, le coût de la dette de la société holding devrait s'alourdir, ce qui constitue un signal pour le marché et impose une certaine discipline à l'ensemble du groupe. Toutefois, il n'est pas possible, dans ce modèle, d'attribuer avec certitude ce coût accru du financement de la holding aux risques pris par une filiale, car la source du signal envoyé au marché n'est pas apparente.

Dans le mécanisme de recapitalisation proposé, ce sont les créanciers des filiales bancaires qui supportent eux-mêmes le coût de la recapitalisation. Si une filiale prend des risques excessifs, le coût de son financement devrait augmenter. La source du signal envoyé au marché est bien définie, et la discipline de marché imposée à l'entité juridique qui prend trop de risques. Ces signaux envoyés au marché, qui sont plus clairs avec ce mécanisme, devraient permettre aux autorités de contrôle, aux gestionnaires des risques et à l'équipe de direction de mieux surveiller la prise de risques à l'échelle d'un groupe complexe, ce qui devrait

renforcer l'efficacité de l'allocation des fonds propres au niveau de l'ensemble du groupe.

Comparaison avec les stratégies de recapitalisation par étapes

Les stratégies de recapitalisation par étapes qui, selon la définition qui précède, incluent les dispositifs de renflouement interne et les structures de banque relais, retardent la décision sur l'ampleur des pertes, voire leur imputation aux créanciers, en attendant le résultat d'une valorisation détaillée de la banque en faillite. Cette valorisation peut être réalisée par les autorités elles-mêmes ou par des consultants indépendants. Elle sert à déterminer le volume des pertes à imputer aux actionnaires et aux créanciers pour recapitaliser la banque. Il s'agit d'évaluer plus précisément la valeur de la banque que ce n'est possible en un week-end et de procéder à une imputation des pertes aux créanciers qui respectera leur hiérarchie.

Toutefois, outre le fait que toute évaluation comporte une grande part de subjectivité, les stratégies de recapitalisation par étapes ont l'inconvénient de ne pas donner immédiatement aux créanciers une idée certaine de leur perte maximale. Elles prolongent la période d'incertitude sur le *volume total* des fonds des créanciers sur lesquels une perte pourra être imputée à l'issue de l'évaluation. Cette incertitude prolongée est susceptible d'accentuer l'instabilité financière, d'exacerber le flux d'annonces négatives et de porter atteinte à la réputation de la banque, faisant à terme subir de nouvelles pertes aux créanciers. Le mécanisme proposé, en revanche, permet aux autorités d'atténuer rapidement l'incertitude en limitant les pertes des créanciers au montant de leur apport immédiatement annulé lors de la phase 1. Ce dispositif devrait permettre d'atteindre un objectif crucial de la stabilité financière en faisant disparaître la forte incertitude qui existe avant l'annonce de recapitalisation de la banque.

En résumé, le renflouement interne direct a tendance à limiter les risques d'instabilité financière (par l'imputation directe des pertes aux créanciers, pour la recapitalisation) alors que la recapitalisation par étapes vise, elle, à imputer les pertes aux créanciers d'une façon qui respecte leur hiérarchie en tenant mieux compte de la valeur de la banque recapitalisée. Le mécanisme de recapitalisation proposé est destiné à réaliser *ces deux* objectifs simultanément.

Mise en œuvre

Cette étude a mis en évidence les principaux avantages conceptuels du mécanisme de recapitalisation proposé. Cependant, de même que pour d'autres dispositifs, il faudrait que divers aspects opérationnels et juridiques soient précisés et clairement présentés aux parties prenantes avant le début de la mise en œuvre, tels que le traitement détaillé des différentes catégories de créances de premier rang, y compris les plus complexes. Une approche pragmatique et par étapes est donc recommandée.

Dans sa première phase, le mécanisme de recapitalisation proposé serait appliqué à l'ensemble des créances des actionnaires et des créanciers subordonnés. Les autorités imposeraient aux grandes banques de détenir un volume de dette subordonnée suffisant pour couvrir l'essentiel de leurs besoins de recapitalisation (une exigence qui pourrait être assouplie après la deuxième phase).

Lorsque le traitement détaillé des créances de premier rang aura été défini et que les aspects juridiques et opérationnels importants auront été réglés, la deuxième phase consisterait en une application proportionnée et simultanée du mécanisme d'annulation à toutes les créances de premier rang non garanties, quel que soit leur complexité. Les déposants non assurés risquant, à ce stade, de subir une perte, il faudrait que les autorités réfléchissent bien au niveau approprié de l'assurance des dépôts et à la question de la préférence accordée aux déposants (la législation sert-elle à donner la priorité aux déposants par rapport aux autres créanciers de premier rang ?).

Conclusions

Cette étude propose un mécanisme de recapitalisation simple qui respecte les droits des créanciers et qui permet de renflouer en l'espace d'un week-end, sans faire appel au contribuable, une banque trop grande pour faire faillite. Il intègre des éléments de stratégies de recapitalisation existantes, retenant leurs avantages respectifs mais pas leurs principaux inconvénients. Dans ce modèle, c'est le marché lui-même qui détermine les pertes que les créanciers doivent supporter pour recapitaliser la banque. Une société holding temporaire veille à ce que l'imputation de ces pertes respecte rigoureusement la hiérarchie des créanciers. Comparé à d'autres stratégies, ce mécanisme est peut-être le *seul* qui peut simultanément i) respecter la hiérarchie existante des créanciers (maximisation de l'efficacité), ii) recapitaliser une banque en un week-end, de manière à donner immédiatement aux créanciers une idée certaine de leur perte maximale (ce qui limite les risques d'instabilité financière), et iii) être appliqué à tous les créanciers non assurés à l'échelle d'un groupe bancaire trop grand pour faire faillite (éliminant ainsi complètement l'aléa moral).