



LOUVAIN

School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

**Les enjeux d'une séparation des activités des banques de dépôt et
des banques d'investissement**

Promoteur : Luc Henrard

Mémoire-recherche présenté par
Célestine Rasquain
8519-13-00
GEST22

En vue de l'obtention du titre de
Master en sciences de gestion

ANNÉE ACADÉMIQUE 2014-2015

Avant-propos

Je tiens à remercier vivement mon promoteur, Luc Henrard, qui m'a encadré dans ce travail. Son aide et ses conseils avisés ont permis de m'aiguiller et de m'éclairer dans la réalisation de ce mémoire. Un grand merci également à Catherine, pour sa relecture minutieuse, à Jean-Marc pour ses recommandations judicieuses, et à toutes les personnes qui m'ont soutenue tout au long de la rédaction de ce travail.

Table des matières

INTRODUCTION GÉNÉRALE	1
I. PARTIE THÉORIQUE : REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	3
1. Historique de la séparation bancaire.....	3
1.1. Développement de la régulation en 1929.....	3
1.1.1. <i>Glass-Steagall Act</i> de 1933	3
1.2. Affaiblissement de la régulation	4
1.2.1. Théorie des « 3D »	4
2. Crise financière et économique de 2007-2008 et ses impacts sur le secteur bancaire6	6
2.1. Aperçu de la crise.....	6
2.2. Qui blâmer ?	8
2.2.1. Banques.....	8
2.2.2. Institutions de régulation et de surveillance.....	9
2.2.3. Agences de notation financière	10
3. Modèles bancaires	11
3.1. Du modèle <i>originate-to-hold</i> au modèle <i>originate-to-distribute</i>	11
3.2. Modèle de la banque universelle.....	12
4. Mutations du secteur bancaire.....	14
4.1. <i>Too big to fail</i> et aléa moral	14
4.2. Risque systémique.....	16
4.3. Effet de levier.....	18
4.4. Titrisation et produits dérivés.....	20
4.5. <i>Shadow banking</i>	23
5. Propositions de réformes réglementaires du secteur bancaire	27
5.1. Accords de Bâle	27
5.1.1. Bref historique du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	27
5.1.2. Bâle I en 1988 : <i>the Basel Capital Accord</i>	28
5.1.3. Bâle II en 2004-2006 : <i>the Revised Capital Framework</i>	29
5.1.4. Bâle III en 2010 : <i>International framework for liquidity measurement, standards and monitoring</i>	31
6. Projets de réformes structurelles des banques en Europe et aux États-Unis	33
6.1. Activités	34
6.2. Règle <i>Volcker</i>	35
6.3. Rapport <i>Vickers</i>	36
6.4. Rapport <i>Liikanen</i>	37
6.5. Comparaison et commentaires	40
7. Enseignements de la revue de littérature	42
II. PARTIE PRATIQUE : ÉTUDE DE CAS.....	45
1. Introduction	45
2. Étude de cas	45
2.1. <i>Cajas de ahorros</i>	45
2.1.1. Crise des <i>Savings & Loan</i>	45
2.1.2. Description	48
2.1.2.1. Origine et rôle	48
2.1.2.2. Cadre de gouvernance	49
2.1.2.3. Structure du capital	49
2.1.2.4. Régulation et supervision	50
2.1.2.5. Mouvement de déréglementation et expansion des activités	50
2.1.3. Durant la crise	51
2.1.3.1. Déclin du marché de l'immobilier	51
2.1.3.2. Difficultés à lever des capitaux en raison de leur structure.....	52
2.1.3.3. Industrie démesurée et fragmentée.....	53
2.1.3.4. Faible gestion des risques.....	54
2.1.4. Réformes des caisses d'épargne espagnoles	55
2.1.4.1. Système de protection institutionnelle et fusions des <i>cajas</i>	55

IV.

2.1.4.2. Réformes et mesures structurelles	56
2.1.5. Conclusions	58
2.2. <i>Bear Stearns</i>	59
2.2.1. Description	59
2.2.1.1. Culture d'entreprise	59
2.2.1.2. Activités de titrisation	60
2.2.1.3. Régulation et supervision	61
2.2.2. Durant la crise.....	62
2.2.2.1. Signes indicateurs de crise.....	62
2.2.2.2. Effondrement de deux <i>hedge funds</i>	63
2.2.2.3. Déclin du marché des CDS.....	64
2.2.2.4. Liquidités décroissantes.....	65
2.2.2.5. Intervention de la Fed	66
2.2.3. Leçons tirées de la chute de <i>Bear Stearns</i>	67
2.2.3.1. Effet de levier excessif et liquidités insuffisantes	67
2.2.3.2. Surexposition au marché des prêts hypothécaires et marchés de titrisation.....	68
2.2.3.3. <i>Too big to fail</i>	68
2.2.3.4. Aléa moral	69
2.2.3.5. Mauvaise gestion des risques	70
2.2.3.6. Manque de régulation et supervision.....	71
2.2.4. Conclusions	71
2.3. Commentaires.....	73
III. CONCLUSION GÉNÉRALE	75
IV. BIBLIOGRAPHIE	79
V. ANNEXES	Erreur ! Signet non défini.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

En 1929, les États-Unis ont subi la plus grande crise boursière du 20^{ème} siècle avec le krach boursier de *Wall Street*, plongeant le pays tout entier dans une période de récession profonde, plus communément appelée la « Grande Dépression » (Gou, Komai, Park, & Richardson, 2013). La crise boursière s'est transformée en une crise bancaire, les épargnants ont cédé à la panique et se sont rués vers les banques pour retirer leurs liquidités, entraînant des vagues de faillites bancaires. À la suite de la crise de 1929, c'est le système tout entier qui fut remis en cause. Les banques universelles, combinant les activités des banques dépôt et des banques d'investissement, ont été pointées du doigt. À cet égard, le *Glass-Steagall Act* a établi la séparation bancaire totale en 1933 et a marqué le début de la régulation bancaire. La portée de cette loi s'est affaiblie au fil du temps en raison des pressions exercées par les lobbys bancaires et par les banques pour faire face à la concurrence et à l'environnement changeant des années 30 (Crawford, 2011). C'est ainsi qu'en 1999, le *Gramm-Leach-Bliley Act* a aboli la séparation bancaire, réagissant ainsi au climat de dérégulation et de dérèglementation.

Depuis lors, en Europe comme aux États-Unis, le modèle bancaire prédominant est celui de la banque universelle. Après la crise financière de 2007-2008, la conclusion est la même qu'en 1929 : il faut refaçonner le système financier afin de prévenir toute crise future. Les difficultés rencontrées par de nombreuses banques durant la crise ont mis en lumière les déficiences du système bancaire. La structure des banques universelles a, de nouveau, été réexaminée, conduisant à l'idée que la combinaison des activités des banques commerciales et des banques d'investissement accroît les risques et la complexité de ces entités, engendrant un obstacle à leur résolution en cas de défaillance. Il s'ensuit l'apparition de multiples projets prônant le retour à la séparation bancaire. Ainsi, un peu partout dans le monde, le modèle de banque universelle a fait l'objet d'un examen approfondi. L'importance des activités de négociation des banques durant la crise qui s'est récemment produite a été un incitant en faveur d'une séparation bancaire. Cela s'explique par le fait que les activités de négociation menées par les banques sont généralement risquées et comprennent des produits financiers complexes, les pertes associées à ces derniers se sont propagées à l'ensemble de la banque, affectant par conséquent le réseau d'activités des banques de dépôt considérées comme vitales au

financement de l'économie. Un des objectifs qui sous-tend les propositions de réforme structurelle est d'éviter que les contribuables doivent à nouveau venir en aide aux banques, comme ce fut le cas durant la crise. Au sein de l'Union européenne, l'idée de la séparation bancaire est toujours une source de débat ; une séparation semble envisageable mais les avis quant à son ampleur divergent fortement.

Le système bancaire est un élément clef de la stabilité financière, c'est pourquoi il semble intéressant de se pencher plus en profondeur sur la question de la séparation bancaire et sur le réel impact qu'elle engendrerait sur le système financier en général. Le but recherché à travers ce mémoire est d'émettre un avis critique au sujet de ces différents projets de réforme sur la structure des banques après avoir dressé un bilan de la situation actuelle. La question de recherche de ce présent mémoire est la suivante : « Faut-il revenir à une séparation des activités des banques de dépôt et des banques d'investissement ? Si oui, dans quelles mesures ? ». Bien consciente que les lobbys bancaires et autres forces politiques constituent des acteurs majeurs dans ce débat, ces aspects ne seront cependant pas abordés car ils dépassent le cadre de ce mémoire. Qu'en est-il des bénéfices du modèle de banque universelle ? Doit-il être maintenu ou aboli ? Comment renforcer la structure des banques ? Dans quelles mesures une séparation bancaire permettrait d'éviter une crise financière future ?

Pour répondre à ces questions, le présent mémoire s'articule en deux parties : la première constitue la revue de littérature au sein de laquelle les différents tenants et aboutissants d'une séparation bancaire sont analysés, permettant, de ce fait, de faire un état des lieux de la situation actuelle. La première partie se compose d'un bref historique de la séparation bancaire aux États-Unis, puis identifie les éléments principaux de la crise financière et économique de 2007-2009. Ensuite, deux modèles bancaires sont analysés, suivis des mutations qu'a subies le secteur bancaire au cours des dernières décennies. Enfin, la première partie se referme après avoir analysé les propositions de réformes réglementaires sous les accords de Bâle et les projets de réformes structurelles bancaires entrepris en Europe et aux États-Unis.

La seconde partie consiste en une approche plus empirique à travers deux études de cas qui tenteront de corroborer les différents enseignements tirés de la revue de la littérature : les caisses d'épargne espagnoles, *cajas de ahorros* et, la banque d'investissement américaine *Bear Stearns*.

I. PARTIE THÉORIQUE : REVUE DE LA LITTÉRATURE

1. Historique de la séparation bancaire

Après la crise financière et économique de 2007-2008, la séparation des activités bancaires au sein des banques universelles a été une nouvelle fois envisagée afin de protéger les activités de la banque de dépôt d'un effet de contagion en cas de problème au niveau des activités de la banque d'investissement. Comme cela a été souligné plus haut, l'idée d'une séparation bancaire a d'abord émergé à la suite de la crise financière américaine de 1929 et s'est affaiblie progressivement avec le mouvement de déréglementation. Le cas des États-Unis met en exergue les mutations qu'a connues le système bancaire en réponse aux crises qui se sont succédées, contraignant les banques à réviser leur fonctionnement et leur structure. Cela se produisit notamment lors du démantèlement de la banque universelle avec le *Glass-Steagall Act* en 1933, ou encore avec le *Gramm-Leach-Bliley Act* en 1999, qui marqua la fin de la séparation bancaire (Jeffers, 2013).

1.1. Développement de la régulation en 1929

Durant les années qui ont suivi la Grande Guerre, les États-Unis, première puissance économique mondiale, furent caractérisés par le développement exacerbé du capitalisme qui impliquait de croire dur comme fer aux mécanismes du marché et au principe du « laisser-faire », laissant très peu de place à la régulation et la supervision (Boutillier, 2013). À la suite de la crise de 1929 qui a débuté aux États-Unis puis s'est propagée dans le reste du monde, le système bancaire fut remis en cause en raison du nombre considérable de faillites bancaires.

1.1.1. *Glass-Steagall Act* de 1933

La crise de 1929 a suscité la problématique de la dominance du modèle de banque universelle dans le paysage américain et européen. Ce *business model* combine les activités commerciales et les activités d'investissement au sein d'un même établissement.

Le *Banking Act*, généralement plus connu sous le nom de *Glass-Steagall Act* a été adopté en 1933, marquant le début de la régulation bancaire et financière en séparant les banques de dépôts et les banques d'investissement aux États-Unis (Klein, 2001 ; Labye, 2013). L'objectif de cette loi était de restaurer la confiance des investisseurs envers les banques à travers une réforme structurelle de celles-ci, visant à réduire les liens entre les activités des deux types de banques (Crawford, 2011). Les principaux arguments en faveur de la séparation des métiers bancaires concernaient la tendance croissante des banques à s'engager dans des activités de banques d'investissement telles que les activités de négociation, la tenue de marché, et autres activités financières qui étaient considérées comme risquées et de nature spéculative (Jeffers, 2013 ; McKinsey Global Institute, 2010). De plus, la structure d'une banque universelle favoriserait davantage l'émergence de conflits d'intérêts, puisqu'elle combine la collecte de dépôts, l'octroi de prêts et l'émission de titres au sein d'un seul établissement (Ber, Yafeh, & Yosha, 2001).

Au-delà de la séparation bancaire, le *Glass-Steagall Act* a créé la *Federal Deposit Insurance Corporation* [FDIC], qui a pour objectifs de maintenir la stabilité et la confiance dans le système bancaire en garantissant, d'une part, les dépôts des banques commerciales en cas de défaillance de l'institution, dans une certaine limite, et d'autre part, la supervision de ces institutions (FDIC, 2015).

La *Securities and Exchange Commission* [SEC], établie en 1934, est la première autorité chargée de la régulation et de la supervision des marchés financiers et de l'industrie des valeurs mobilières en général (SEC, 2013).

Ces trois éléments ont marqué l'ère de la régulation aux États-Unis. Au fil du temps, la pression des lobbys bancaires et l'environnement changeant ont poussé les autorités à revoir la portée de ces législations.

1.2. Affaiblissement de la régulation

1.2.1. Théorie des « 3D »

Selon la théorie des « 3D » de Bourguinat (2007), le système financier a connu de profonds changements depuis les années 70. Trois phénomènes à l'origine de la

globalisation financière se sont propagés dans les pays industrialisés : « décloisonnement, déréglementation, désintermédiation ».

Le décloisonnement s'est manifesté par la suppression graduelle des divisions et des barrières entre les activités des banques de dépôt et des banques d'investissement (Bourguinat, 2007). En 1999, le *Gramm-Leach-Bliley Act* a mis fin à la séparation bancaire pour réinstaurer la structure de banque universelle en abrogeant le *Glass-Steagall Act*. Cette loi visait les entreprises en général (y compris les banques) et leur permettait de consolider des entités au sein d'une seule et même institution dans le but de moderniser l'industrie financière (Al Mamun, Hassan, & Lai, 2004).

La déréglementation concerne, d'une part, l'effondrement des barrières relatives à la circulation des capitaux et l'assouplissement de la réglementation des activités financières, et d'autre part, l'accès plus facile à tous les marchés par tous les agents économiques (Karyotis, 2014).

Le dernier D désigne le terme « désintermédiation » qui dénote l'affaiblissement du rôle des banques comme intermédiaire financier (Mashini, 2014). Auparavant, la finance intermédiée désignait le mécanisme selon lequel les agents économiques en surplus de fonds prêtent leur argent sous forme de dépôt à des intermédiaires financiers, habituellement des banques, qui utilisent ces dépôts pour octroyer des prêts à des agents économiques en déficit de fonds, le rôle des banques étant alors de faciliter les échanges entre les prêteurs et emprunteurs (Mishkin, 2010). Au fil du temps, l'intermédiation de marché ou la finance directe a pris de plus en plus d'ampleur à travers les marchés financiers. Ce transfert de fonds peut s'effectuer via des banques d'investissement ou des courtiers (*brokers*), ou encore des *dealers*. C'est notamment en raison du phénomène de désintermédiation que le modèle bancaire *originate-to-distribute* est apparu (voir section 3.1.)

Plusieurs éléments ont découlé de ces trois phénomènes : l'essor des innovations financières, le développement du *shadow banking*, l'apparition de banques *too big to fail* et *too interconnected to fail*, et la transition vers le modèle bancaire *originate-to-distribute*. Ensemble, ils ont contribué à un système de plus en plus complexe et interconnecté, conduisant à un accroissement du risque systémique. Non maîtrisés, ces éléments peuvent constituer une menace pour la stabilité financière.

2. Crise financière et économique de 2007-2008 et ses impacts sur le secteur bancaire

Étant donné l'ampleur de la crise financière et économique qui a secoué le monde entier en 2007-2008, il apparaît judicieux de la replacer dans son contexte afin d'identifier les principaux acteurs et éléments qui ont participé à son déclenchement et son accroissement. La crise financière a entraîné une crise de la liquidité qui a, à son tour, provoqué une crise des dettes souveraines en 2009.

2.1. Aperçu de la crise

L'origine de la crise provient de la crise des *subprimes* aux États-Unis. Sa conjonction à de nombreux éléments qui gravitaient autour de ce secteur a provoqué des réactions en chaîne sur l'ensemble du système financier. Le faible niveau des taux d'intérêt et la tendance haussière du marché de l'immobilier ont contribué à la bulle de crédit qui a alimenté la bulle immobilière, vice et versa (Friedland, 2009).

Les *subprimes* correspondaient à des prêts hypothécaires à taux ajustable auprès d'agents économiques dont le risque de défaut est plus élevé qu'un crédit hypothécaire *prime*. Les banques compensaient ce risque par des taux d'intérêt plus élevés (Hevener & Smith, 2011). Elles requéraient peu de documentation quant à la solvabilité des emprunteurs et assouplissaient leurs conditions de prêts afin d'élargir l'accès au crédit à ces derniers. Ces crédits *subprimes* étaient garantis par l'hypothèque sur le bien immobilier en cas de défaut de l'emprunteur. L'emballement du crédit durant les années qui ont précédé la crise s'explique notamment par les taux d'intérêt très bas incitant les agents économiques à emprunter, compte tenu du faible coût, et par la hausse du marché qui confortait les banques dans l'idée qu'il serait possible de revendre le bien immobilier à un prix élevé si l'emprunteur venait à faire défaut (Artus, Bethèze, de Boissieu, & Capelle-Blancard, 2008).

Selon la Commission d'enquête sur la crise financière [FCIC] (2011), les prêts hypothécaires *subprimes* ont évolué dès 2000 ; en 2006, près de \$600 milliards de crédits *subprimes* ont été accordés, ce qui représentait 23.5 % de l'ensemble des prêts hypothécaires (voir annexe 1). Le marché immobilier américain a connu une croissance

rapide dans les années 2000, l'indice des prix du logement a augmenté de plus de 100 points de base entre l'année 2000 et août 2006 (voir annexe 2).

Environ 70 % des crédits *subprimes* étaient basés sur des taux ajustables (*adjustable-rate mortgage* [ARM]) de sorte que, durant les premières années, le taux d'intérêt fixe est relativement faible pour basculer vers un taux d'intérêt variable suivant la tendance du taux d'intérêt directeur de la Fed (*effective Federal funds rate*) (Hevener & Smith, 2011). En 2001, le taux de la Fed s'élevait à 1.75 %, un montant historiquement bas, qui se traduisait par un coût très faible d'emprunt. Lorsque la Fed a commencé à augmenter ses taux d'intérêt vers fin 2004, de nombreux agents économiques se sont trouvés dans l'incapacité de rembourser leur prêt hypothécaire, compte tenu de l'alourdissement des charges financières de leur crédit, et ont été contraints de céder leur bien immobilier dont la valeur avait plongé drastiquement (voir annexe 3).

Les défauts de paiement en nette augmentation sur le marché des *subprimes* ont eu un effet boule de neige sur l'ensemble de l'économie américaine, qui s'est ensuite propagé au reste du monde. La panique s'est généralisée et a contracté la demande pour ces titres, notamment en raison des difficultés associées à l'évaluation des risques qu'ils représentaient, et a finalement mené à une crise de confiance généralisée. Les banques ont fait face à de lourds problèmes de liquidités ; elles se sont protégées en réduisant le financement qu'elles accordaient à d'autres banques. En d'autres termes, le marché interbancaire, première source de financement des banques, s'est rétréci, laissant les banques incapables de se financer à court terme (Van Oppens, 2014). Deux solutions s'offraient alors aux banques en détresse : la faillite ou le renflouement (*bail out*). Après l'effondrement du marché interbancaire, de nombreuses banques centrales se sont proposées comme contrepartie pour le prêt des banques afin d'assurer leur continuité ; cette fonction de « prêteur de dernier ressort » ne correspondait pas initialement à leur rôle (Bagus, Julián, & Neira, 2014). Par la suite, les États ont également dû intervenir dans la recapitalisation d'institutions bancaires. De fil en aiguille, certains États se sont eux-mêmes retrouvés en situation de détresse car ils rencontraient des problèmes similaires aux établissements bancaires, à savoir le financement et le remboursement de leurs dettes. Cela a abouti à la crise des dettes souveraines en 2009 (Breton, Pinto, & Weber, 2012). L'effet de contagion de cette crise a été d'une telle ampleur qu'on évoque souvent la notion de crise systémique.

2.2. Qui blâmer ?

Trois acteurs principaux peuvent être désignés comme étant des facteurs de la crise récente : il s'agit des banques, des institutions de régulation et de surveillance, et enfin, des agences de notation. Outre ces trois acteurs susmentionnés, j'ajouterais le processus de titrisation qui sera abordé en détails dans la section 4.4.

2.2.1. Banques

Les banques ont souvent été identifiées comme étant les principales responsables de la crise en raison d'un certain laxisme relatif aux octrois de crédits de type *subprimes* et au recours à des instruments financiers complexes et opaques généralement associés à un effet de levier élevé, dont les risques ont été sous-évalués et mal gérés (Artus et al., 2008).

L'utilisation d'un effet de levier élevé a décuplé les expositions des banques ; les fonds propres se sont révélés insuffisants pour absorber les pertes financières durant la crise, ce qui a conduit à de graves problèmes de liquidités (Ondo-Ndong & Rigot, 2010). À cet égard, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, abrégé CBCB (2013), a haussé le niveau ainsi que la qualité des fonds propres dans les accords de Bâle III parus en 2010. La Commission européenne a émis une directive et un règlement sur les exigences de fonds propres conformément aux accords de Bâle : la *Capital Requirements Directive IV* [CRD IV] et la *Capital Requirements Regulation* [CRR].

La crise a fait resurgir le débat relatif aux bonus des banquiers, dont la plupart n'était pas sensible aux risques et considérait une perspective à court terme, les rémunérations exorbitantes incitaient à la prise de risque excessive, au détriment des clients (Eggert, Nguyen, & Shlomo, 2013). L'an dernier, la Commission européenne (2014) a adopté des normes permettant d'identifier les personnes qualifiées de « preneurs de risques significatifs » dans les banques qui seront désormais soumis aux règles relatives aux rémunérations variables.

En outre, de nombreuses banques se sont révélées être *too big to fail* et *too interconnected to fail*, engendrant par conséquent des problèmes d'aléa moral (*moral hazard*) et encourageant à adopter des comportements risqués (voir section 4.1.).

2.2.2. Institutions de régulation et de surveillance

La crise a mis en lumière certaines faiblesses liées à la régulation ainsi qu'à la surveillance des institutions bancaires. La nécessité d'une coordination améliorée et d'un renforcement de la coopération internationale s'est fait ressentir en vue de diminuer le temps de réaction et de rendre le système plus transparent (Liang, 2013 ; Pauget, 2009).

La régulation et la surveillance sont actuellement fragmentées. Compte tenu des divergences qui peuvent subsister entre les réglementations de plusieurs pays, cela peut générer des distorsions de la concurrence et constituer un frein au développement économique des banques en raison des opportunités d'arbitrage réglementaire. Cela fait donc obstacle au *level playing field*¹ (Schwerter, 2011).

Les interconnexions et interdépendances grandissantes entre les différentes institutions financières dénotent le besoin d'un cadre de réglementation d'un point de vue macroprudentiel complétant l'approche microprudentielle déjà en place (de Larosière, 2009).

Depuis la crise financière de 2007, une vague de projets de réglementations a envahi le secteur bancaire, tels que la règle *Volcker* aux États-Unis, la règle *Vickers* au Royaume-Uni et le projet *Liikanen* à l'échelle de l'Union européenne, s'inspirant des accords de Bâle III publiés en 2010 (voir les sections 5. et 6.). L'union bancaire au sein de l'Union européenne reflète un certain progrès en matière de régulation et de surveillance uniques en vertu de trois piliers établis selon un règlement uniforme : un mécanisme de supervision unique [MSU], un mécanisme de résolution unique [MRU] et un système de garantie des dépôts (Commission européenne, 2014).

La complexité des nombreuses réglementations peut entraver leur implémentation et réduire l'efficacité et la comparabilité de mesures, c'est pourquoi il ne faut pas augmenter le nombre de mesures mais les rendre simples, uniformisées, facilement applicables, et comparables, d'autant plus que les régulateurs sont en sous-

¹ Ce terme se traduit par des règles de jeu équitables, désignant le cadre dans lequel toutes les entreprises faisant partie d'un même marché sont tenues de suivre les mêmes règles et où chacune d'entre elles est apte à concurrencer les autres de façon égale dans cet environnement réglementé (Flamée & Windels, 2009).

effectif. Dès lors, il semble déraisonnable d'envisager des réformes de si grande envergure si la capacité à les mettre en œuvre et à les suivre est restreinte.

2.2.3. Agences de notation financière

Le modèle « émetteur-payeur » sur lequel reposent les agences de notation financière a été mis à mal durant la crise (Darbellay & Partnoy, 2012). Cela fait référence au fait que les entreprises qui faisaient appel à leurs services pour noter leurs titres de dette étaient également celles qui payaient ces agences de notation ; il en résulte donc des conflits d'intérêts potentiels qui affaiblissent leur indépendance.

Bien que la méthodologie varie d'une agence à une autre, le rôle principal des agences est d'attribuer des notations à des instruments de dette qui permettent d'indiquer le risque de solvabilité d'une entreprise ou d'un État relatif à ces titres. Cette note déterminera également les conditions d'endettement de l'emprunteur, c'est-à-dire le taux d'intérêt (Bouguerra Gentile, 2012). Durant la crise, ce rôle fondamental a été quelque peu discrédité car il s'est avéré que les notations attribuées étaient trop optimistes par rapport aux risques associés aux titres de dettes tels que les MBS ou CDO. Ces agences ont été contraintes de revoir à la baisse leur notation, ce qui a entraîné de lourdes conséquences sur l'économie. De plus, cela a impacté négativement la crédibilité de leur rôle quant à la distribution d'informations financières fiables, quant à la méthodologie utilisée pour l'évaluation des titres douteux, celle-ci a démontré ses limites.

En 2014, la Commission européenne (2015) a adopté trois règlements relatifs aux agences de notation en vue d'améliorer leur transparence et la communication financière. Du côté américain, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* [*Dodd-Frank Act*] (2010) requiert la publication d'informations quant au processus de notation et a établi des règles en matière de gouvernance d'entreprise, qui visent à diminuer la survenance de conflits d'intérêts.

3. Modèles bancaires

La crise récente a démontré la fragilité des modèles bancaires utilisés, que ce soit les banques de dépôt, les banques d'investissement, ou encore les banques universelles ; aucune n'a semblé être épargnée. D'ailleurs, Liikanen a explicité que : *“no particular business model fared particularly well, or particularly poorly, in the financial crisis.”* (Liikanen, 2012, p. 99). Dans cette section, le modèle bancaire *originate-to-distribute* et le modèle de banque universelle seront analysés.

3.1. Du modèle *originate-to-hold* au modèle *originate-to-distribute*

Depuis plusieurs décennies, il ressort que les banques se sont orientées vers le modèle *originate-to-distribute* [OTD], qui a souvent été décrié pour sa responsabilité durant la crise financière débutée en 2007 (Ondo-Ndong & Rigot, 2010).

Le modèle *originate-to-hold* peut se traduire par « prêter pour conserver ». Il fait référence à l'organisation d'une banque selon laquelle les crédits émis par l'établissement bancaire d'origine sont conservés au bilan jusqu'à leur maturité ; il s'agit du système bancaire traditionnel (Ahn & Breton, 2010). Ce modèle, plutôt conservateur, encourage les banques à évaluer les profils de risques des emprunteurs et à en assurer le suivi jusqu'à maturité. La transition progressive vers le modèle OTD s'explique principalement par l'essor des innovations financières et par un renforcement des normes prudentielles introduites par les accords de Bâle I en 1988 (Bord & Santos, 2012 ; Dietsch & Petey, 2011).

Le modèle OTD, qui signifie « prêter pour céder », a contribué à l'expansion du crédit de type *subprime*. Comme son nom l'indique, une partie des crédits octroyés par la banque d'origine est cédée à d'autres institutions bancaires ou sociétés *ad hoc* (*Special Purpose Vehicle* [SPV]). Après avoir été restructurés, ils disparaissent du bilan de la banque d'origine et leurs risques de crédit sont transférés à l'autre entité ; il s'agit du mécanisme de titrisation (Purnanandam, 2011). Ce modèle offre moins d'incitants à détenir des informations quant à la solvabilité des emprunteurs et déresponsabilise les banques. Il en résulte l'apparition d'emprunteurs dont le risque de défaut est plus élevé,

tels que les *subprimes* ou encore les *Alt-A*² ; les liens entre prêteurs et investisseur final se sont affaiblis. Le glissement vers ce modèle a contribué au développement de la titrisation auquel est associé le *shadow banking*, le secteur bancaire parallèle (voir les sections 4.4. et 4.5.).

Purnanandam (2011) a relevé deux avantages majeurs liés au modèle OTD : il dénote le transfert d'une partie des risques liés au crédit qui sont répartis au sein de l'économie et la possibilité d'octroyer de nouveaux prêts par la banque d'origine pour financer l'économie réelle. Le revers de ce système est que ce partage des risques augmente la probabilité d'un effet de contagion à l'ensemble du système financier, ce qui pourrait provoquer des réactions en chaîne, comme l'a démontré la crise. L'octroi de nouveaux prêts peut se faire via une utilisation excessive de l'effet de levier qui peut s'avérer risquée (Ondo-Ndong & Rigot, 2010).

3.2. Modèle de la banque universelle

Une banque universelle agrège différents métiers bancaires tels que les activités commerciales et d'investissement au sein d'un seul établissement. Ce concept s'oppose donc aux banques spécialisées comme les banques de dépôt ou les banques d'investissement. La structure des banques universelles combine des activités de nature fondamentalement différente ; alors que les premières tendent à considérer un horizon de long terme, les secondes ont des perspectives à moyen ou court terme (Lepetit, 2003 ; Schildbach & Speyer, 2013).

Les détracteurs de ce modèle, tels que le lobby bancaire *Finance Watch* (2014), affirment que d'une part, l'ampleur des activités de négociation risquées a augmenté au fil du temps ; d'autre part, le risque de contagion entre ces activités risquées et les activités commerciales est plus élevé. En cas de problème au niveau des activités d'investissement, cela peut nuire aux activités de la banque de dépôt ; or, elles sont considérées comme vitales au financement de l'économie et doivent être protégées. En outre, le modèle de banque universelle encouragerait à une plus grande complexité et à

² *Alt-A* est une catégorie de prêt immobilier hypothécaire dont les emprunteurs ont un profil de risque qui se situe entre "*prime*" et "*subprime*", les emprunteurs ont donc *a priori* un risque de défaut faible en raison des bons antécédents en matière de crédit. Cependant, un des principaux risques associés à ces emprunteurs est le manque de documentation (Investopedia, 2015).

une augmentation de la taille des banques. Certaines banques universelles seraient devenues *too big to fail*, c'est-à-dire qu'elles sont trop grandes pour faire faillite, de sorte que leur résolution est difficile en raison des interconnexions et des risques systémiques qui peuvent en découler (Labye, 2013). Un élément sous-jacent au phénomène *too big to fail* est l'aléa moral qui conduit ces banques à prendre davantage de risques étant donné qu'elles bénéficient d'un soutien public implicite. Les deux études de cas menées dans ce mémoire ont soulevé le fait que les banques universelles ne sont pas les seules à pouvoir être considérées comme trop grandes pour faire faillite, de nombreuses banques spécialisées sont elles aussi concernées. Les notions de *too big to fail*, d'aléa moral et de risque systémique seront développées respectivement dans les sections 4.1. et 4.2. De par sa combinaison des activités de collecte de dépôts, d'octroi de prêts et d'émission de titres et autres activités financières au sein d'un même établissement, cette structure favoriserait les conflits d'intérêts (Ber et al., 2001). Le plus gros reproche qui a été fait aux banques universelles est le suivant : les dépôts des épargnants seraient utilisés pour spéculer sur les marchés financiers dans le cadre des activités des banques d'investissement, et ce sont dès lors les contribuables qui doivent renflouer ces entités en cas de faillite (Cobbaut, 2013). Néanmoins, cette assertion semble un peu plus simpliste que ce qu'il en est réellement, et consiste plus en un argument à la mode utilisé en vue de susciter l'indignation auprès des personnes en dehors de la sphère bancaire et financière.

Les défenseurs des banques universelles annoncent que, d'un côté, elles offrent une plus grande diversification, ceci permettant de limiter les risques ; d'un autre côté, elles sont capables de dégager des économies d'échelle, offrent une plus grande variété de services financiers à leurs clients et sont plus aptes à s'adapter à une économie globale croissante et à faire face à la concurrence (Gambacorta & Van Rixtel, 2013). Grâce à leur portefeuille de titres et d'activités variés, ces banques sont plus à même de résister aux chocs financiers en vertu de l'effet de diversification, ce qui les rend plus stables que les banques spécialisées dans un climat économique tendu (Schildbach & Speyer, 2013). Les coûts de recherche et de transaction sont moindres grâce au large panel d'activités qui permet de retirer des économies d'échelle (Mishkin, 2010). Dans son rapport final à propos des réformes bancaires structurelles en Belgique, la Banque nationale de Belgique [BNB] (2013) a indiqué qu'une séparation des activités bancaires pourrait nuire à la diversification, aux services accordés aux PME, et augmenterait les

coûts de financement des banques, qui se traduiraient par des coûts des services financiers plus élevés au détriment des consommateurs finaux.

Il semble que la structure de banque universelle favorise le risque de contagion, issu des activités d'investissement, au réseau d'activités des banques de dépôts. C'est pourquoi, les propositions de réformes structurelles visent essentiellement à protéger les activités des banques de dépôts des risques associés aux activités de négociation, mais elles ne recommandent pas de mettre un terme aux banques universelles. Le commissaire Barnier évoque la volonté de tendre vers un modèle de « *banque universelle structurée qui puisse être supervisée et faire l'objet d'une résolution en cas de crise.* » (Barnier, 2014, p. 3). L'accent est mis sur la surveillance et la régulation qui gravitent autour du système bancaire dans son ensemble plutôt que le démantèlement du modèle de banque universelle à travers une séparation des activités.

4. Mutations du secteur bancaire

Le système bancaire est devenu de plus en plus complexe du fait des interconnexions et interdépendances croissantes. Cinq éléments majeurs sont à l'origine de ce système et sont généralement associés à des facteurs de crise pouvant nuire à la stabilité financière.

4.1. *Too big to fail* et aléa moral

Actuellement, les systèmes bancaires européens et américains sont principalement caractérisés par une tendance à la constitution de grands établissements bancaires internationaux décrits comme *too big to fail* et *too interconnected to fail* (Labonte, 2013). Comme son nom l'indique, ce phénomène vise les institutions devenues trop grandes pour faire faillite car elles sont devenues trop complexes dans leur structure, trop interconnectées et interdépendantes, ce qui rend leur faillite inenvisageable en raison des conséquences sur l'entiereté du système et des coûts qu'engendrerait leur résolution, pour peu que celle-ci puisse être effectuée de façon ordonnée (BNB, 2013 ; Labonte, 2013). Pour éviter la faillite, les autorités publiques n'ont d'autre choix que de les renflouer avec des fonds publics afin d'éviter tout dommage à la stabilité financière et à l'économie (Ayotte & Skeel, 2010).

Savoir si oui ou non une institution est considérée comme *too big to fail* détermine si elle doit être renflouée ou non ; cette décision repose principalement sur l'ampleur du risque de contagion et sur le degré d'incertitude concernant l'étendue du risque de crédit associée à cette entité (Bagus et al., 2014). La question du renflouement constitue un problème important aux yeux des citoyens car il se fait aux dépens des fonds publics, les créiteurs ne supportant pas totalement les coûts de la faillite. Ainsi, il en ressort que moins d'attention est accordée au profil de risque des banques, ce qui incite à une prise de risque élevée pouvant engendrer des risques systémiques compte tenu de leur structure. Le rapport *Liikanen* (2012) préconise la constitution d'instruments relatifs au renflouement interne (*bail in*) afin d'assurer l'absorption des pertes et inciter les banques à adopter des comportements moins risqués. Ainsi, selon une hiérarchie prédéfinie, les actionnaires et les créanciers devraient participer au renflouement de la banque de façon à protéger les dépôts et à ce que les contribuables ne soient pas les premiers à subir les pertes de la faillite des banques. La constitution de fonds nationaux de résolution et d'un fonds de résolution unique (deuxième pilier de l'union bancaire) financés par les banques proportionnellement à leur taille et leur profil de risque font partie des objectifs reflétant une avancée en la matière (Commission européenne, 2014). Depuis 2015, la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires [BRRD] s'applique à tous les États membres de l'Union européenne.

Finance Watch (2013) révèle que ces établissements *too big to fail*, qualifiés également d'institutions d'importance systémique, engendrent un problème d'aléa moral³. Le CBCB (2012) a soulevé plusieurs inconvénients liés à l'aléa moral comme l'incitation à la prise de risque, la réduction de la discipline de marché, la création de distorsions de concurrence, et la probabilité accrue de défaillance des banques.

Durant la crise, la banque d'investissement *Bear Stearns*, les deux *government-sponsored enterprises* [GSE] *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, la compagnie d'assurance *AIG*, et bien d'autres, ont bénéficié d'une intervention de l'État afin d'éviter de mettre en péril la stabilité financière, ces différents *business model* ayant atteint leurs limites (Friedland, 2008). La taille et le profil de risque de ces établissements n'étaient pas pris

³ La notion d'aléa moral est liée au fait qu'une personne qui est protégée d'une certaine manière contre un risque agira différemment que si elle ne disposait d'aucune protection ; par conséquent, elle aura tendance à adopter un comportement plus risqué que si elle était totalement soumise au risque (de Larosière, 2009). Transposée à l'industrie financière et au contexte de crise de 2007, l'aléa moral s'est manifesté par le biais des établissements bancaires qui ont pris des risques excessifs compte tenu des filets de sécurité mis en place par les banques centrales et les États.

en compte et aucune mesure à l'égard des banques dites *too big to fail* n'était mise en place. Il ressort de nombreuses analyses que ces entités avaient un niveau d'endettement élevé comparé à leur niveau de fonds propres, insuffisant pour absorber les pertes ; il s'agit du recours à l'effet de levier élevé (voir section 4.3.). Cependant, il semble important de préciser que certaines institutions financières qui n'étaient pas vues comme *too big to fail* ont été sauvées durant la crise en raison de leurs interconnexions, on parle alors d'entités *too interconnected to fail*.

Le CBCB (2011, 2013) a établi un cadre réglementaire adressé aux banques internationales d'importance systémique (*global systemically important banks* [G-SIBs]) qui comprend cinq points phares ; il s'agit de l'évaluation et de la désignation des G-SIBs, l'augmentation de la capacité d'absorption des pertes par le biais d'une hausse des fonds propres, une meilleure surveillance de la gestion des risques, une publication améliorée d'information financière, et un cadre de résolution renforcé (Préfontaine, 2013). Le Conseil de stabilité financière [CSF] publie annuellement une liste reprenant les G-SIBs ; en novembre 2014, le nombre de banques internationales d'importance systémique s'élevait à trente, ce qui représente une banque supplémentaire à 2013 (voir annexe 4). À l'instar des recommandations des accords de Bâle, l'Union européenne a émis des directives, CRD IV/CRR et BRRD, appliquées respectivement depuis 2014 et 2015. Aux États-Unis, le *Dodd-Frank Act* (2010) a élargi la portée de la FDIC à l'issue de la crise financière de 2007.

4.2. Risque systémique

Schwerter (2011) définit la notion de risque systémique comme suit : “*the risk of distress in the financial system caused by an imbalance or a failure of a significant part of the financial sector – one large institution or many smaller ones – that has the potential to have serious negative consequences for the real economy. [...] Thus, the failure of a bank can cause negative externalities in the sense that the action of one firm harms other institutions.*” (Schwerter, 2011, p. 338).

Avant la crise de 2007, les banques étaient essentiellement réglementées à un niveau microprudentiel, visant les risques des banques de façon individuelle et négligeant la notion de risque systémique. Ainsi, Borio (2009) a résumé l'idée qui

prédominait avant la crise : « pour que le système financier soit sain, il est nécessaire et suffisant que chaque institution soit saine » (Borio, 2009, p. 38). Aujourd'hui, il n'est plus envisageable d'appréhender la réglementation au niveau local ou national étant donné les interconnexions entre les différents acteurs du système. Une approche macroprudentielle doit être adoptée pour compléter l'approche microprudentielle dans le but de limiter le risque de défaillance consécutive de plusieurs établissements (Bernanke, 2008).

Les sources potentielles de risques systémiques liées aux institutions bancaires sont nombreuses : la taille des banques, le degré de dépendance et d'interconnexion avec d'autres institutions financières, le degré de concentration du marché, la régulation financière, les activités transfrontalières, la complexité des instruments financiers, et bien d'autres (Allen & Carletti, 2013).

À la suite des recommandations fournies dans le rapport de Larosière (2009), le Comité européen du risque systémique [CERS] a été établi sous l'égide de la Banque centrale européenne [BCE] ; son rôle principal est la surveillance macroprudentielle à l'échelle de l'Union européenne dans le but de prévenir et contrôler le risque systémique. Cependant, il ne dispose d'aucune autorité directe pour contraindre au respect des règles (Grande, 2011 ; CERS, n.d.). Le CERS est chargé d'identifier et de surveiller les risques, de fournir des évaluations du risque de l'ensemble du système financier, d'alerter, et pour finir, d'émettre des recommandations⁴. Aux États-Unis, le *Financial Services Oversight Council* [FSOC] et l'*Office of Financial Research* [OFR] établis par le *Dodd-Frank Act* (2010) ont des missions similaires à celles assignées au CERS, dans le sens où ils sont chargés de la surveillance et de la prévention des risques systémiques et autres risques menaçant la stabilité financière du pays (Liang, 2013). D'une part, une coopération est nécessaire entre les organes microprudentiels tels que système européen de surveillance financière [SESF] et macroprudentiels, et d'autre part, une coopération internationale est requise entre les différentes instances de surveillance comme le FMI, le CSF, afin d'assurer un suivi cohérent et efficace.

⁴ L'union bancaire au sein de l'Union européenne peut être citée comme une avancée en matière de surveillance et de régulation du secteur bancaire ; néanmoins, elle ne fera pas l'objet de recherches approfondies dans ce mémoire.

4.3. Effet de levier

Jeffers et Plihon (2012) définissent l'effet de levier (*leverage effect*) de la façon suivante : « *L'effet de levier désigne le fait d'accroître la rentabilité d'un investissement par un recours à l'endettement : en effet, l'endettement accroît la rentabilité des fonds propres. Cela ne vaut évidemment que si le taux d'intérêt est plus faible que le taux de rentabilité du capital. Sinon, l'effet de levier se transforme en effet de massue.* » (Jeffers & Plihon, 2012, p. 51) Autrement dit, il s'agit de la quantité d'argent qu'un agent économique emprunte par rapport au capital dont il dispose. Plusieurs instruments financiers, plus particulièrement des produits dérivés logés dans des sociétés *ad hoc*, ont été une source majeure de l'ampleur du levier financier excessif – hors bilan et au bilan – durant la crise (Gerding, 2011).

Un des problèmes liés à un effet de levier élevé est que les pertes encourues à la suite de défauts de contreparties peuvent augmenter de façon exponentielle si l'une des parties a un levier financier important, tout comme, à l'inverse, ils peuvent décupler les bénéfices. Cependant, il apparaît que les banques tendent à sous-estimer l'effet de massue. La FCIC (2011) a rapporté que les cinq plus grandes banques d'investissement américaines – *Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, et Morgan Stanley* – opéraient, en moyenne, avec un effet de levier d'environ 40 pour 1 avant la crise. Ces banques disposaient de \$1 de capital pour absorber les pertes de \$40 investis ; une baisse de valeur de moins 3 % des actifs suffirait donc à éliminer leur capital. De plus, le levier financier constitue une source potentielle de risque systémique de sorte que la stabilité financière peut être négativement impactée. Les institutions bancaires ont tendance à se comporter de façon procyclique ; ainsi, elles augmentent habituellement leur effet de levier durant les phases d'expansion économique et le diminuent en période de ralentissement économique, c'est pourquoi il est souvent admis que l'effet de levier renforce les cycles économiques (CBCB, 2013).

D'une certaine façon, le fait que les banques ont recours à un effet de levier élevé se fait au profit de l'économie car les banques accordent plus de crédits. Cet accroissement de crédits se traduit par une augmentation des liquidités sur les marchés financiers (Gerding, 2011 ; McKinsey Global Institute, 2010). Comme le rapporte l'Organisation de coopération et de développement économique [OCDE] (2010), l'effet de levier a contribué à l'expansion de crédit et a augmenté la prise de risque des

banques. En fonction de la grandeur du levier financier, les pertes sont décuplées. Avant la crise, il ressort que de nombreuses banques disposaient de ratios de fonds propres fondés sur des risques relativement élevés ; cependant, ils n'ont pas été capables d'absorber les pertes, notamment en raison de l'effet de levier excessif (CBCB, 2013).

Après des crises financières, il s'ensuit généralement une phase de *deleveraging*, effet de levier inverse, qui peut mener à un assèchement des liquidités des marchés ; cela s'explique notamment par l'aversion des agents économiques à la prise de risque, qui se traduit par un désinvestissement des instruments financiers complexes et opaques tels que les produits dérivés (McKinsey Global Institute, 2010). Ainsi, le *deleveraging* progressif des banques peut avoir deux impacts : une contraction de l'offre de crédit ou une hausse des coûts d'emprunt. Dans les deux cas, cela contribue au ralentissement de la croissance économique et concourt à la fragilité du système financier.

En 2010, un ratio indépendant du risque a été introduit par les accords de Bâle III (CBCB, 2014). Le ratio de levier financier est décrit comme étant le rapport du total des actifs non pondérés des risques sur les fonds propres de base ; il a été fixé à un seuil minimum de 3 % de ceux-ci (voir annexe 5). L'avantage de ce ratio est qu'il n'est pas fondé sur les risques et est simple d'application (Dermine, 2015). Ce ratio vient compléter les exigences de fonds propres qui sont, quant à elles, fondées sur le risque. Le but premier de ce ratio est de limiter l'incitation des banques à prendre des risques à travers un levier financier trop élevé. Il vise à atténuer le problème de la procyclicité en décourageant les banques d'augmenter le total de leurs actifs durant les phases d'expansion ou de le réduire dans des périodes de ralentissement économique. Un des problèmes relatifs à ce ratio de levier réside dans les divergences entre les normes comptables d'un pays à l'autre, plus particulièrement entre les États-Unis, soumis aux règles comptables US GAAP, et l'Union européenne, obéissant quant à elle aux normes IFRS (OCDE, 2010). Ainsi, selon les normes comptables adoptées et leur interprétation, le ratio de levier peut être différent, ce qui réduit sa comparabilité et peut porter atteinte au *level playing field* (Schwerter, 2011). Ce ratio a pris effet dès le 1^{er} janvier 2015 et devrait être calibré d'ici 2017 dans la perspective de l'intégrer au premier pilier des accords de Bâle III relatif au minimum de fonds propres réglementaires à partir de janvier 2018 (CBCB, 2014).

La crise a mis en lumière que le risque de contrepartie n'était pas correctement maîtrisé par les banques lorsque l'effet de levier est excessif, étant donné que les risques

systémiques potentiels sont sous-estimés et ne peuvent donc pas être gérés adéquatement. Sous les accords de Bâle III, la hausse de la qualité et du niveau des fonds propres, conjuguée à un ratio de levier non fondé sur les risques devraient, ensemble, limiter le recours à cette stratégie de démultiplication (CBCB, 2014). Il est important de considérer les impacts liés à l'effet de levier, surtout les répercussions en cas d'effet de massue, trop souvent négligées volontairement ou sous-estimées par les établissements bancaires durant la crise.

4.4. Titrisation et produits dérivés

La titrisation et les produits dérivés ont fait leur apparition aux États-Unis dans les années 70. La titrisation peut être définie comme : “*a technique used to sell balance sheet assets to outside investors. It ensures compensation to investors with cash flows generated by the pool of assets sold.*” (Bessis, 2002, p. 744).

Cette technique financière s’est développée avec le glissement vers le modèle *originate-to-distribute*. Après avoir regroupé les actifs en un bloc d’actifs destiné à la vente, les banques ne sont plus responsables des pertes subies par les détenteurs car les actifs sont transférés à une société *ad hoc* ou SPV, cette technique à présent bien connue est expliquée plus en détails dans l’annexe 6. La façon dont sont structurés les titres émis par les SPV permet d’établir un profil de risque-rendement selon trois tranches : *senior*, *mezzanine* et *equity* ou *junior* (Bessis, 2002 ; Jobst, 2008). La tranche *senior* est la plus sûre et donc la moins rentable, à l’opposé, la tranche *equity* ou *junior* est la plus risquée et par conséquent, la plus rentable, elle est subordonnée à la tranche *senior*. Le schéma figurant à l’annexe 7 illustre le mécanisme en cascade des *cash flows* et des pertes liés au processus de titrisation.

Il existe de nombreux types de titres titrisés qui diffèrent selon la nature de l’actif titrisé : *Collateralized Debt Obligations* [CDO], *Collateralized Loan Obligations* [CLO], et *Collateralized Loan Obligations* [CLO]. Au départ, la titrisation englobait des créances hypothécaires telles que les *Mortgage Backed Securities* [MBS]. Par la suite, les investisseurs ont manifesté une demande accrue pour ces nouveaux instruments financiers qui répondaient à une volonté de se couvrir contre le risque de fluctuation des actifs sous-jacents, ou tout simplement à un désir de spéculation. Ainsi, la titrisation s’est élargie à des formes variées de créances : les *Asset Backed Securities* [ABS]

(Chance, 2003). Des produits dérivés toujours plus complexes ont émergé ; on parle de CDO de CDO, voire même de dérivés au troisième degré.

Durant la crise des subprimes, la complexité des titres dérivés s'est accrue. De ce fait, les MBS, étaient donc découpés selon un système de tranches. Ensuite, chaque tranche était à nouveau organisée conformément aux tranches prédéfinies. Cela signifie qu'un MBS noté BBB pouvait se faire attribuer une note *Senior AAA*, correspondant à la meilleure note, alors qu'en réalité, le CDO² provenait d'un titre de qualité nettement moindre (voir annexe 8). Cet exemple expose clairement l'opacité et la complexité attachées à ces titres, qui représentaient un obstacle tant pour les investisseurs que pour les agences de notation, lorsqu'ils devaient respectivement évaluer et émettre une notation en fonction des risques.

Durant les années qui ont précédé la crise, le contexte de taux d'intérêt faibles et la tendance haussière du marché immobilier ont incité les banques à multiplier leurs crédits et ont à recourir à la titrisation, étant donné que prêter était peu risqué sous ces conditions. Bien que l'on recense une évolution significative des produits dérivés, il est difficile de chiffrer avec précision la taille de ces marchés car les mesures utilisées sont imprécises (Chance, 2003). Néanmoins, nous retiendrons que ces marchés ont considérablement évolué et ont atteint des niveaux record entre 2007 et 2008.

Tout d'abord, l'expansion de ces produits dérivés a conduit à une interconnexion croissante en raison du nombre d'intervenants dans ce processus, menant à des risques systémiques potentiels. Par ailleurs, la complexité de certains montages financiers a rendu leur compréhension floue et opaque de sorte qu'il était difficile d'évaluer les risques associés aux actifs sous-jacents, que ce soit pour les investisseurs, les agences de notations, ou encore les banques (Ahn & Breton, 2010 ; Russo, 2010). Dans le cas de la spéculation pure et simple, compte tenu des possibilités offertes par les produits dérivés de construire des positions nettement supérieures au montant notionnel adossé aux actifs sous-jacents, cela peut engendrer des montants colossaux, qui peuvent même être supérieurs à la capitalisation boursière d'une société. Dans ce cas, on peut parler de dérive spéculative. Cette technique de titrisation a notamment été utilisée par les banques car elle leur permettait d'alléger leur bilan, de transférer le risque de crédit, et d'octroyer des crédits supplémentaires ; en outre, elle était considérée comme étant largement rémunératrice et peu risquée (Sobreira, 2004). L'effet de levier est dépeint à travers la titrisation car les actifs inscrits hors bilan permettaient aux banques de prêter plus, ce qui participait à l'augmentation du levier financier. Cependant, ce transfert de

risque a impliqué une déresponsabilisation et une augmentation des risques quant à l'octroi de prêts. Il est à noter que la titrisation a été un des facteurs déterminants du *shadow banking* (voir section 4.5.).

Le plus grand avantage de la titrisation est qu'elle représente une alternative de financement basée sur le transfert de risque, en permettant, d'une part, de réduire le coût d'emprunt pour les investisseurs élargissant l'accès au crédit, et d'autre part de diminuer le capital réglementaire détenu et d'avoir accès à de nouveaux instruments de gestion de risques pour les banques (Artus et al., 2008 ; Sobreira, 2004). Les multiples instruments dérivés et les tranches offrent aux investisseurs la possibilité de satisfaire leur profil de risques. La titrisation permet de réduire le risque de crédit via le transfert à une autre entité et d'alléger le bilan des banques, ce qui améliore leur flexibilité financière, puisque le capital peut être utilisé pour attribuer de nouveaux crédits (Artus et al., 2008).

En 2010, les accords de Bâle III ont, tout d'abord, renforcé la couverture de fonds propres de certaines activités complexes liées à la titrisation. Ensuite, il était requis que les banques mènent une analyse rigoureuse relative à la qualité de crédit de leurs expositions de titrisation, qui serait ensuite soumise à un contrôle externe (CBCB, 2014).

La titrisation est un mécanisme controversé depuis la crise de 2007 en raison de sa complexité qui peut rendre ces titres opaques et donc, difficiles à évaluer, il était également impossible de déterminer à qui devait être attribué le défaut de ces actifs (Douglas, 2008). Interdire la titrisation relève d'un non-sens car, lorsque le processus est utilisé de façon appropriée, les bénéfices peuvent être grands pour l'économie. De plus, si la titrisation était destinée à être réduite de façon significative, les acteurs contourneraient ces mesures via le *shadow banking*, ce qui, *in fine*, rendrait le processus encore plus complexe, et plus opaque. Ce secteur devrait être canalisé et régulé afin d'offrir plus de transparence. Quant aux institutions financières, toutes devraient conserver une partie du risque associé à leurs produits afin d'empêcher les comportements risqués justifiés par la déresponsabilisation.

4.5. *Shadow banking*

Définir le *shadow banking*, autrement appelé « finance de l'ombre », ou encore « secteur bancaire parallèle », n'est pas une tâche aisée car il regroupe diverses définitions selon le pays ou l'institution. Ce concept revêt habituellement une connotation péjorative, c'est pourquoi cette section vise à déceler les bénéfices et risques liés à ce système.

Dans ce mémoire, ce concept sera défini selon les définitions couramment employées du CSF et de la Fed. Le CSF décrit ce système de la sorte : “*a credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system, or non-bank credit intermediation in short.*” (CSF, 2013, p. 4). Claessens & Ratnovski (2014) reprochent à cette définition d'être trop large en ce qui concerne les institutions et d'être trop restreinte au niveau des activités visées car de nombreuses activités associées au *shadow banking* s'effectuent au sein des banques. Quant à la Fed, elle décrit le *shadow banking* comme suit :

“*Shadow banks are financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without explicit access to central bank liquidity or public sector credit guarantees. [...] Shadow banks intermediate credit through a wide range of securitization and secured funding techniques [...] used by specialized shadow bank intermediaries that are bound together along an intermediation chain. We refer to the network of shadow banks in this intermediation chain as the shadow banking system.*” (Federal Reserve Bank of New York, 2012, p. 15).

Il faut souligner que le *shadow banking* ne recouvre pas une définition uniforme d'un pays à un autre ; cette hétérogénéité est essentiellement expliquée par les structures financières qui prennent également des formes variées selon les spécificités du pays. Le terme « ombre » fait référence à l'opacité et au manque d'informations liées à ce secteur qui échappe aux réglementations auxquelles sont soumises les institutions du secteur bancaire traditionnel (Institut de la finance internationale, 2012). Ce secteur parallèle met en concurrence les banques du système bancaire traditionnel avec les *shadow banks* en dehors de la régulation caractérisées par effet de levier élevé (Ondo-Ndong & Rigot, 2010).

Le *shadow banking* fournit essentiellement les mêmes fonctions d'intermédiation de crédit que le secteur bancaire traditionnel, qui impliquent la transformation de crédit, de maturité, et de liquidité. Ce qui différencie principalement les banques traditionnelles des *shadow banks*, au-delà de la régulation, est que les premières ont recours aux dépôts de leurs clients tandis que les secondes financent leurs investissements avec des instruments issus du marché monétaire (Rixen, 2013). En outre, les institutions du secteur bancaire traditionnel bénéficient des filets de sécurité alors qu'ils sont hors de portée des *shadow banks*, étant donné que ces dernières ne sont pas soumises à la même régulation (Luck & Schempp, 2014). Bien que le *shadow banking* ait atteint son apogée durant les années qui ont précédé la crise, c'est véritablement à partir des années 90 que ce secteur s'est développé.

Les causes principales qui ont concouru à l'essor du *shadow banking* sont le durcissement des réglementations bancaires et les coûts élevés qui y sont associés, une volonté de la part des investisseurs d'avoir accès à une alternative de financement du fait de la faiblesse des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires traditionnels, et une diminution des risques par le biais de la diversification (Clerc, 2013 ; Sunderam, 2013). En effet, les institutions bancaires traditionnelles sont tenues de respecter certaines règles en termes de fonds propres pour compenser les risques ; elles subissent également des contraintes relatives à la liquidité et la gouvernance d'entreprise, dont les coûts peuvent s'avérer considérables (Luck & Schempp, 2014). Compte tenu du coût élevé des fonds propres, ce secteur parallèle représente un moyen d'échapper à cette réglementation. Les banques ont commencé à procéder à la titrisation en transférant une fraction de leurs activités à des entités qui ne sont pas soumises à la réglementation bancaire en passant par un marché de gré à gré non réglementé, le *shadow banking*. La transition vers le modèle bancaire *originate-to-distribute*, liée à l'essor de la titrisation, est une autre cause du *shadow banking* (Jeffers & Plihon, 2012).

Le *shadow banking* s'est tout d'abord développé aux États-Unis puis s'est étendu au Royaume-Uni, et finalement dans le reste de l'Europe ; l'expansion de ce secteur a participé à la croissance des interconnexions entre les institutions financières, qui se sont révélées être des causes majeures de la crise (Clerc, 2013). En raison d'un manque d'informations précises, de l'opacité, et de la portée différente du secteur selon les définitions choisies, il est compliqué de déterminer la taille réelle du *shadow banking*. Ce qui est certain, c'est que le *shadow banking* a connu un accroissement notable depuis la dernière décennie et a largement outrepassé les engagements des

banques. Le secteur a atteint un pic d'à peu près \$22 trillions avant que la crise n'éclate en 2007, puis s'est contracté pour atteindre environ les \$15 trillions en 2011, tandis que le secteur bancaire traditionnel s'est quelque peu essoufflé après la crise mais a continué à croître, avoisinant les \$14 trillions pour la même année (voir annexe 9).

Le *shadow banking* constitue une source potentielle de risque systémique en développant les interconnexions et interdépendances directes avec des entités du système telles que les SPV, ou indirectes via des liens avec des établissements faisant partie du secteur bancaire traditionnel. Néanmoins, il s'avère difficile d'en déterminer la réelle portée car les canaux de contagion vers le système sont multiples (Liang, 2013 ; Nouy, 2013).

La liquidité de ce secteur a laissé penser aux investisseurs que les titres souvent affublés d'une très bonne notation par les agences de crédit étaient sans risque et liquides. Le *shadow banking* est souvent source de problème lors de périodes de stress, comme l'a démontrée la crise des *subprimes*. L'effet de contagion s'est très vite emparé de ce secteur et l'aversion au risque des investisseurs n'a cessé d'augmenter en raison des surévaluations de nombreux titres (Nouy, 2013). Les réglementations insuffisantes de ces institutions engendrent des dysfonctionnements en cas de choc financier ou de crise. Elles ne peuvent alors pas bénéficier de la liquidité des banques centrales ni des filets publics de sécurité, tels que ceux fournis par la FDIC aux États-Unis, par exemple, contrairement aux banques sous la coupelle de la réglementation bancaire (Luck, & Schempp, 2014). Celles-ci peuvent, en effet, contrer dans une certaine mesure les retraits massifs de dépôts en cas de panique bancaire. De ce fait, ces établissements sont d'autant plus vénérables aux chocs financiers et aux périodes de stress. Néanmoins, ces dispositifs créés dans l'urgence durant la crise étaient destinés aux institutions du secteur bancaire traditionnel qui étaient exposées au système du *shadow banking* ; par conséquent, ils représentaient des réponses indirectes aux *shadow banks* (Rixen, 2013).

Le *shadow banking* peut donc affecter négativement la stabilité financière à long terme en période de ralentissement économique ou de stress. Avant que la crise n'éclate, le *shadow banking* a largement alimenté la bulle de crédit car les banques qui ont transféré une partie des actifs à des SPV ou autres entités spécialisées leur ont permis d'octroyer d'autres prêts (Rixen, 2013).

En dépit des risques relatifs à la stabilité financière, la finance de l'ombre présente certains avantages qu'il faut prendre en considération. Le *shadow banking* n'a pas seulement bénéficié aux institutions financières mais a également été favorable à de

nombreux ménages qui ont vu leurs coûts associés à leurs prêts hypothécaires diminuer, pouvant ainsi leur fournir des rendements plus élevés. En effet, grâce à l'intermédiation du crédit, les épargnants ont pu bénéficier d'économies d'échelle et accéder à des actifs diversifiés à des moindres coûts. Selon de Vauplane (2012), le *shadow banking* permet de considérer des alternatives de financement ; ce rôle de substitut au crédit bancaire constitue assurément sa plus grande utilité. Contrairement au système bancaire classique, l'intermédiation de crédit se déroule à travers toute une chaîne d'intervenants spécialisés qui peuvent répondre aux besoins spécifiques des investisseurs grâce à une plus grande spécialisation (Adrian, 2014). Enfin, le système bancaire parallèle offre des opportunités de diversification des risques par rapport au système bancaire classique (Institut de la Finance Internationale, 2012).

La réglementation du *shadow banking* présente plusieurs défis. En effet, ce secteur possède des avantages et bénéfices certains, pour le système et l'économie en général, qu'il faut préserver tout en minimisant les risques systémiques. La difficulté réside dans le calibrage de sa régulation. Une coopération entre les institutions bancaires et les régulateurs est vivement encouragée afin d'obtenir des réglementations cohérentes et d'en améliorer la coordination. Néanmoins, il faut garder à l'esprit que l'une des causes de l'expansion du *shadow banking* découle des réglementations du secteur bancaire traditionnel (Clerc, 2013). Les projets de réforme du secteur bancaire doivent être appropriés car le durcissement des réglementations pourrait avoir des effets inverses et inciter les établissements bancaires à transférer une part encore plus importante de leurs activités vers le *shadow banking* ou encore favoriser un transfert vers des États moins régulés, en pratiquant l'arbitrage réglementaire (Nouy, 2013).

L'hétérogénéité du *shadow banking* à l'échelle mondiale et européenne constitue le plus grand défi pour les législateurs pour obtenir une harmonisation des réglementations. Cela évoque également le problème lié à la surveillance des structures très diverses du secteur (de Vauplane, 2012). Selon la définition utilisée, il faut savoir s'il convient de réguler les *shadow banks* ou les activités elles-mêmes de *shadow banking*. C'est pourquoi il semble peu probable de trouver un cadre de réglementation global et harmonisé régulant ce secteur.

La Commission européenne a publié un Livre vert sur le *shadow banking* en 2012 qui dresse un état des lieux de ce secteur à partir duquel a pu émerger différents projets tels que la proposition de règlement du 29 janvier 2014, qui a pour but

d'améliorer la transparence des opérations qui s'effectuent au sein du secteur bancaire parallèle (Commission européenne, 2012, 2014).

5. Propositions de réformes réglementaires du secteur bancaire

5.1. Accords de Bâle

5.1.1. Bref historique du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire

Avant de s'attarder sur les accords de Bâle III publiés en 2010, il convient de retracer brièvement les événements marquants de cet organe de gouvernance et des accords qui les ont précédés. Cet historique est un résumé basé sur une publication de 2014 émanant du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB] (CBCB, 2014).

En 1974, les États membres du G10 et le Luxembourg ont fondé le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire, à la suite de l'effondrement, en 1973, des Accords de Bretton Woods relatifs à un système de taux de change fixe. Cet organe de gouvernance est chapeauté par la Banque des règlements internationaux [BRI]. L'objectif du CBCB est d'améliorer la stabilité financière globale à travers l'élaboration de normes internationales favorisant le contrôle et la surveillance des pratiques et des procédures du secteur bancaire à l'échelle mondiale. Actuellement, le CBCB compte 28 juridictions (dont l'Union européenne) et est représenté, d'une part, par les banques centrales des pays membres, et d'autre part, par des autorités de surveillance bancaire (voir annexe 10). Les pays non-membres du CBCB peuvent appliquer les recommandations émises par cet organe ; c'est le cas de nombreux pays non-membres en Asie. Le CBCB entretient des relations avec de nombreux organismes financiers internationaux afin de favoriser la collaboration et la coordination des mesures prises à l'échelle internationale. Les premiers accords de Bâle remontent à 1988 ; leur but principal était de mettre en place un niveau minimal de fonds propres pour les banques. En 2004, les accords de Bâle II ont apporté des modifications à leur prédécesseur et ont été finalisés en 2006. Enfin, après la crise financière et économique de 2007-2008, le CBCB a entrepris de grandes réformes du secteur bancaire et financier en concluant les accords de Bâle III en 2010.

Il est important de noter que le CBCB n'a aucune autorité supranationale formelle ; lorsqu'il formule des recommandations selon des lignes directrices issues du G20, il revient aux États membres du Comité de les transposer, avec la possibilité de les renforcer à leur gré.

5.1.2. Bâle I en 1988 : *the Basel Capital Accord*

Les accords de Bâle I ont été créés en 1988 et implémentés en 1992 dans le but d'établir un ratio minimum de fonds propres détenus par les banques. Le but principal de ces accords était de favoriser la stabilité du secteur bancaire à l'échelle internationale et de fonder des normes en matière de surveillance bancaire pour encourager une harmonisation du secteur bancaire (Mishkin, 2010).

La charge minimale de fonds propres détenue par les banques avait pour objectif principal de protéger les dépôts des banques des pertes encourues sur les crédits. Le niveau minimum de fonds propres était déterminé par le ratio *Cooke*, correspondant à 8 % de fonds propres qui étaient divisés en deux catégories par rapport à l'ensemble des crédits octroyés par la banque (voir annexe 11).

Dès lors, seul le risque de crédit⁵ était pris en considération, négligeant notamment le risque de marché et le risque opérationnel (Jarrow, 2007). Pour combler cette lacune, un amendement a inclus le risque de marché en 1996 et a introduit le capital *tier 3*, incorporant les dettes court terme pour couvrir le risque de marché⁶ (Sarma, 2007).

En dépit de la simplicité des accords de Bâle I, qui constituait un de leurs avantages, ils comportaient de nombreuses insuffisances. Les risques de marché et les risques opérationnels étaient omis, les pondérations de risque n'étaient pas sensibles au risque dans le sens où ni la qualité réelle des actifs ni la maturité n'étaient considérées (Atkinson & Blundell-Wignall, 2010 ; Sarma, 2007). De plus, quatre classes d'actifs étaient vues comme insuffisantes pour englober toutes les variétés d'actifs et ne

⁵ Le risque de crédit est le risque auquel les banques sont confrontées en cas de défaut de l'emprunteur (Mishkin, 2010).

⁶ Le risque de marché peut être défini comme le risque de perte des positions inscrites au bilan et hors bilan résultant des fluctuations des prix du marché telles que l'exposition aux taux d'intérêt étranger, taux de change, cours d'actions, prix des matières premières, et options ; tous sont potentiellement des facteurs de risque de marché (Jarrow, 2007).

répondaient pas au développement croissant des produits dérivés et autres instruments financiers plus complexes. Les banques pouvaient relativement facilement transférer leurs actifs dans une catégorie d'actif plus élevé ; il s'agit d'une opportunité d'arbitrage réglementaire (Benink, 2002). Le risque lié à ces produits dérivés était notamment représenté dans des activités hors bilan ; or, celles-ci n'étaient pas toutes prises en compte dans le calcul du ratio.

5.1.3. Bâle II en 2004-2006 : *the Revised Capital Framework*

Seize ans après les accords de Bâle I, le deuxième accord est publié en 2004. Une mise à jour a suivi ce premier texte, dont la version finale est parue en 2006 (CBCB, 2006). Les objectifs peuvent se décliner selon trois piliers, se renforçant les uns les autres et sur lesquels sont basés les accords : niveau minimal de fonds propres réglementaires, surveillance prudentielle et discipline de marché (CBCB, 2014).

Par le biais du premier pilier, le niveau minimal de fonds propres est de 8 %. Il s'agit du ratio *McDonough* qui se divise en trois types de risques (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel⁷) afin d'accroître la sensibilité des banques aux risques (voir annexe 12) (Illing & Paulin, 2005). Les différents types de risques et leur pondération sont calculés selon des méthodes plus avancées : des modèles internes pour les banques qui détiennent certaines compétences en gestion des risques par exemple (Benink, 2002). L'objectif est de responsabiliser davantage les banques en leur donnant la possibilité de développer des modèles internes spécifiques à leur structure et organisation pour déterminer de façon optimale les niveaux de fonds propres minimum. En ce qui concerne l'arbitrage réglementaire, il ressort que la titrisation a permis aux banques de réduire leurs actifs pondérés aux risques, c'est pourquoi ces accords ont pris des mesures afin de mieux gérer les expositions des titres dérivés (CBCB, 2014 ; Illing & Paulin, 2005).

Le deuxième pilier vise à améliorer la supervision ainsi qu'à promouvoir une meilleure gestion des risques. Ce pilier est fondé sur quatre principes : le niveau minimal des fonds propres, l'évaluation du capital, la surveillance prudentielle et

⁷ Le risque opérationnel est défini comme le risque de pertes issu d'une défaillance des procédures, du système de l'établissement bancaire, ou encore d'événements externes (Jarrow, 2007)

l'intervention prudentielle (CBCB, 2014). Il vient compléter le premier en intégrant six catégories de risques qui permettent de renforcer le niveau de fonds propres minimum.

Le troisième pilier doit promouvoir la discipline de marché par le biais de la communication financière et a pour intention d'améliorer la communication et la transparence relatives à la structure du capital (CBCB, 2014). Il requiert donc une plus grande divulgation du profil de risque et de l'adéquation au capital de la part des banques afin que les différents agents économiques aient plus d'outils et d'informations à leur disposition pour évaluer les risques, et puissent comparer ces données. Un des défis supplémentaires des accords de Bâle est que le dispositif de publication d'informations s'aligne sur les normes comptables internationales IFRS, dont les buts divergent des exigences prudentielles de Bâle II (OCDE, 2010).

La sensibilité accrue aux risques les a également rendus plus cycliques, voire procycliques aux fluctuations de l'activité économique (Illing & Paulin, 2005 ; Schwerter, 2011). Cet effet procyclique n'est pas désirable car il amplifie les mouvements conjoncturels et peut porter atteinte à la stabilité financière ; plusieurs mesures ont été prises à ce sujet sous les accords de Bâle III.

L'Union européenne et une grande partie des pays d'Asie ont adopté ces accords ; les États-Unis, quant à eux, ont retardé leur implémentation pour des raisons diverses, telles que le risque que l'avantage compétitif des grandes banques américaines soit mis à mal (Schwerter, 2011). Comme les mesures Bâle II n'ont pas été implémentées partout au même rythme, ni de la même manière parmi les États membres et les pays non-membres du CBCB, cela a suscité des obstacles au *level playing field*. C'est pourquoi les accords de Bâle II ont soulevé la nécessité d'une convergence et d'une homogénéité des mesures adoptées ainsi qu'une surveillance coordonnée et intégrée à l'échelle mondiale (Sarma, 2007). Ainsi, une coopération et coordination entre les superviseurs au niveau international doivent être établies afin de rendre les mesures cohérentes et uniformes et d'améliorer la surveillance des établissements bancaires, sans porter atteinte au *level playing field* (Schwerter, 2011).

En ce qui concerne l'arbitrage réglementaire, certains s'accordent à dire que ces accords ne permettent pas de le réduire ; au contraire, la possibilité pour certaines institutions de développer leur propre modèle interne augmenterait le problème (Benink, 2002 ; Jarrow, 2007). Ensuite, la discipline de marché encouragée par le troisième pilier de ces accords ne fait pas l'unanimité, dans le sens où une discipline de

marché peut être instaurée seulement si la divulgation d'informations financières et une plus grande transparence sont pertinentes aux yeux des agents économiques ; le fait que les déposants et certains créiteurs soient assurés n'encourage pas la nécessité d'être informé (Benink, 2002). La crise a révélé le besoin d'établir une régulation et une surveillance d'un point de vue macroprudentiel et d'encourager la coordination internationale pour permettre de réduire le phénomène des institutions dites *too big to fail* ayant un caractère potentiel de risque systémique (Préfontaine, 2013). Les accords de Bâle II constituent une avancée en matière de réglementation et de surveillance bancaire ; cependant, il reste de nombreux problèmes à régler.

5.1.4. Bâle III en 2010 : *International framework for liquidity measurement, standards and monitoring*

Suite à la crise financière débutée en 2007, les accords de Bâle II.5 ont intégré plusieurs dispositifs avant de publier les accords de Bâle III en 2010. Ces accords sont fondés sur les trois piliers existants de Bâle II mais comportent des modifications significatives. Le CBCB a engagé cinq actions phares en termes de capital, risque de contrepartie, effet procyclique, liquidité et effet de levier (CBCB, 2010). À travers ces accords, les trois piliers ont tous été renforcés. Un tableau figurant à l'annexe 14 reprend les différentes mesures des accords de Bâle III.

La crise a mis en évidence l'insuffisance du niveau et de la qualité des fonds propres détenus par les banques, c'est pourquoi un nouveau ratio de fonds propres fut adopté. De ce fait, les composants du capital *tier I* ont été revus pour être plus stricts et de meilleure qualité ; les risques pondérés ont également été augmentés, ainsi que le niveau des actions ordinaires (annexe 13) (CBCB, 2011). L'introduction d'un coussin de conservation augmente le total à 10.5 % ; il sera détaillé plus loin dans cette section.

Une mesure clef de ces accords concerne la titrisation ; les exigences relatives à la publication de données concernant les activités inscrites au bilan et hors bilan contribuent à la discipline de marché et contraignent les banques à mener des analyses plus rigoureuses et fouillées de leur exposition aux titres dérivés (CBCB, 2010, 2011). De plus, les activités relatives aux produits dérivés ou à la titrisation ainsi que les activités de négociation des banques doivent être soumises à des exigences de capital plus élevées étant donné le risque plus important qui en découle.

Plusieurs coussins de capital ont été mis en place sous Bâle III, ils sont au nombre de trois, dont deux sont ajoutés au capital *common equity tier 1*. Le dernier vise seulement les institutions financières d'importance systémique, les G-SIBs (CBCB, 2014). Un coussin de capital contracyclique a été intégré au capital *common equity tier 1* afin de limiter les pertes extrêmes lors d'un ralentissement ou d'un développement économique profond ; le ratio imposé oscille entre 0 % à 2.5 %. Le coussin dit « de conservation » vient également augmenter le *common equity tier 1* et a pour vocation de maintenir les ratios de capital en période de stress pour absorber les pertes (Liang, 2013). Il doit comprendre 2.5 % d'actions ordinaires des actifs pondérés des risques (CBCB, 2011, 2014).

Une grande partie des banques qui avaient rencontré des difficultés durant la crise étaient caractérisées par un effet de levier excessif et un excès de financement sur le marché de gros (*wholesale funding*) à court terme, qui menaient alors à un manque de liquidités en cas de période de stress ou de choc financier. Le premier problème a été pris en charge par la mise en place d'un ratio relatif à l'effet de levier, tandis que le second problème fut traité par le biais de deux ratios de liquidité complémentaires : le *liquidity coverage ratio* [LCR] et le *net stable funding ratio* [NSFR] (CBCB, 2014). Le LCR a pour but de maintenir la liquidité à court terme d'un établissement bancaire, c'est-à-dire que la banque doit pouvoir faire face à une période de stress durant trente jours en étant assurée par des actifs assez liquides ; ce ratio peut permettre de couvrir une banque contre une dégradation de note, ou encore un retrait d'une partie de ses dépôts. Quant au NSFR, son but est de promouvoir la résilience des banques sur le long terme ; c'est une façon d'inciter les banques à diversifier leurs sources de financement en favorisant des actifs liquides d'une maturité supérieure à un an, et donc plus stables, ceci afin de réduire le financement à court terme.

Bien que les différents États membres poursuivent leurs efforts, de grandes divergences en ce qui concerne leur adoption et la mise en place de ces réglementations subsistent, ce qui pose des problèmes au niveau du *level playing field* (voir annexe 15). À ce jour, la plupart de ces mesures sont toujours au stade de transition, la date butoir de l'implémentation complète des accords étant fixée à 2019. Il est indéniable que ces accords ont traité des problèmes qui n'étaient pas couverts par les accords précédents. Cependant, la complexité attachée à ces réglementations pourrait nuire à l'efficacité et à l'implémentation de celles-ci, et *in fine*, affaiblir les gains potentiels de Bâle III.

Dans leur ensemble, les accords de Bâle III constituent une avancée significative vers des institutions bancaires et un système financier plus résilients et plus stables. Étant donné la dimension macroprudentielle des réglementations, les accords de Bâle III tendent vers une amélioration de la stabilité financière dans son ensemble plutôt que la stabilité de chaque institution bancaire prise séparément, c'est pourquoi, il est fort probable que ces mesures se dirigent vers une réduction du risque systémique. Comme cela a été souligné plus haut, un point important à soulever est que la régulation qui se met en place à l'heure actuelle devrait être complétée en 2019 ; cependant, il semble pertinent de se demander si ces mesures seront toujours appropriées et adéquates pour l'environnement de 2019 et des prochaines années. Comme l'a démontré l'histoire, la régulation financière est en perpétuel changement. Les crises financières et économiques poussent les autorités à repenser au fonctionnement du système financier à travers des phases de régulation ou de dérégulation, puis les modèles utilisés finissent par s'estomper et être dépassés de sorte qu'il faut à nouveau revoir les mesures mises en place, et ainsi de suite.

6. Projets de réformes structurelles des banques en Europe et aux États-Unis

Après avoir exposé les divers standards énoncés par les accords de Bâle, il semble approprié de se concentrer sur les projets de réformes qui s'alignent sur ces recommandations ou s'en inspirent. Suite à la crise qui a ébranlé le monde entier en 2007-2008, de multiples projets de réformes ont vu le jour afin de rétablir la stabilité financière et le système en général. Trois propositions de réformes majeures ont été ici retenues : il s'agit de la règle *Volcker* aux États-Unis, le rapport *Vickers* au Royaume-Uni, et, le rapport *Liikanen* au sein de l'Union européenne.

Bien que ces propositions de réformes se déclinent selon des formes distinctes les unes des autres, toutes sont motivées par des objectifs communs, à savoir : la réduction des probabilités d'occurrence d'une nouvelle crise et des coûts engendrés en stabilisant le système financier ; la protection des activités bancaires vitales au fonctionnement de l'économie grâce à la préservation de la banque de dépôt et de ses contribuables en cas de défaillance de la banque d'investissement ; la réduction de la complexité et de la taille des banques pour rendre ces institutions plus faciles à gérer,

voire à résoudre, le cas échéant (Chow, Erbenova, Narain, Pazarbasioglu, Surti, & Viñals, 2013). En séparant certaines activités d'investissement des activités des banques de dépôt, les régulateurs cherchent à protéger ces dernières activités d'un effet de contamination en cas de détresse au niveau de l'entité qui mène des activités de négociation. Ces trois propositions recommandent toutes la séparation des activités des banques de dépôt et des banques d'investissement à des degrés différents et de manière distincte, mais ne préconisent pas pour autant le démantèlement du modèle de banque universelle.

Les multiples propositions spécifiques à ces règles ne seront pas abordées car la problématique de ce mémoire porte principalement sur la structure actuelle des banques et la question que suscite cette dernière, à savoir s'il est nécessaire ou non de revenir à une séparation des métiers bancaires. Des comparaisons entre les différentes propositions permettront de dégager les grandes tendances des réformes et l'orientation du paysage bancaire dans les années à venir.

6.1. Activités

Avant d'aborder les recommandations publiées dans les différents rapports, il est important de définir brièvement les activités visées, à savoir les activités pour compte propre et certaines activités de négociation dont les risques conjugués justifieraient leur séparation des activités de banques de dépôt. Comme leur nom le laisse deviner, les activités pour compte propre correspondent aux activités qu'une banque entreprend pour son propre compte ; elles sont exécutées exclusivement dans le but de dégager des profits destinés à l'établissement bancaire (BNB, 2013). Quant aux autres activités de négociation qui ne rentrent pas dans la définition des activités pour compte propre, elles font référence aux activités de tenue de marché. La tenue de marché (*market making*) est définie comme la cotation en permanence des prix d'achat et de vente d'actifs financiers sur les marchés financiers proposés par un teneur de marché, généralement une banque d'investissement. Ainsi, les banques d'investissement favorisent la liquidité des titres et se rémunèrent par la différence entre ses prix d'achat et de vente, appelée le *bid ask spread*. L'intérêt de ces activités est qu'elles offrent des rendements très élevés et requièrent peu de fonds propres. Néanmoins, il s'agit d'activités basées sur la spéculation, qui comportent des risques. Malgré le fait que les activités pour compte

propre comportent des risques significatifs, de nombreuses activités de tenue de marché sont quant à elles bénéfiques à l'économie réelle (Schildbach & Speyer, 2013). Enfin, les activités considérées comme vitales pour la société regroupent principalement la collecte de dépôts, l'octroi de prêts, ainsi que des services financiers proposés aux secteurs non financiers de l'économie. Il est parfois difficile de distinguer les activités pour compte propre des activités de tenue de marché, c'est pourquoi le rapport *Liikanen* n'opère pas de différence entre ces deux types d'activités par exemple.

6.2. Règle *Volcker*

En réponse à la crise récente, les initiatives de réforme des secteurs bancaire et financier ont débuté aux États-Unis avec le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, plus souvent dénommé le *Dodd-Frank Act*. Votée en juillet 2010, il s'agit de la plus grande réforme de supervision financière.

Les objectifs du *Dodd-Frank Act* (2010) sont multiples. Tout d'abord, il vise à élaborer des instruments permettant aux banques de résister à des chocs financiers et à gérer une crise éventuelle. Ensuite, cette loi traite de la protection des consommateurs ; toutes les mesures prises visent à restaurer la stabilité financière à travers une réforme structurelle des banques et une meilleure régulation du secteur.

En réaction aux critiques formulées à l'égard de nombreuses pratiques et organisations issues de banques américaines, une réforme structurelle des banques est introduite dans la section 619 du *Dodd-Frank Act* (2010), plus connue sous le nom de la règle *Volcker*. En vertu de la règle *Volcker*, plusieurs faits sont établis : d'une part, les activités de négociation pour compte propre, la possession de fonds de capital-investissement, et de fonds à but spéculatif, sont interdites aux établissements qui collectent des dépôts ; d'autre part, les activités de tenue de marché, les activités de couverture, et les activités pour compte propre de titres du gouvernement américain peuvent être exercées par ces entités (Chow et al., 2013). La règle *Volcker* contient de nombreuses exceptions, ce qui rend son exécution parfois floue, contrairement à la règle *Vickers* pour laquelle les activités qui sont prohibées au sein de l'entité cantonnée sont plus claires et précises. Il est interdit aux banques de dépôt de sponsoriser ou de prendre part à des entités qui pourraient les exposer à des risques similaires associés aux activités citées ci-dessus. Un des autres objectifs poursuivis est d'éviter que les banques

d'investissement n'utilisent les dépôts logés dans les banques commerciales, dont une majeure partie est assurée par le gouvernement américain. Quant au *bail out* pratiqué d'innombrables fois par le gouvernement américain durant la crise pour sauver des banques de la faillite, le *Dodd-Frank Act* stipule que le gouvernement ne procédera plus à ces mesures de sauvetage à l'avenir en cas de crise. En ce qui concerne la régulation du secteur bancaire, le *Dodd-Frank Act* a mis en place deux organismes chargés de la surveillance et de la prévention des risques systémiques et autres risques menaçant la stabilité financière des États-Unis : le FSOC et l'OFR (voir section 4.2.)

Deux points importants différencient la règle *Volcker* des deux autres : les activités de tenue de marché peuvent être exercées par l'entité de dépôt et deuxièmement, les activités séparées ne peuvent être exercées au sein du même groupe bancaire (BNB, 2013 ; CBCB, 2013). Un des défis de la règle *Volcker* est de discerner les activités pour compte propre et la tenue de marché.

6.3. Rapport *Vickers*

En septembre 2011, la Commission indépendante sur le secteur bancaire présidé par Sir John Vickers a formulé des recommandations de réformes dans le secteur bancaire. Elles furent énoncées d'une part, afin d'améliorer la stabilité financière, et d'autre part, pour impacter positivement la compétitivité des banques britanniques (Independent Commission on Banking, 2011). En 2013, le *Banking Reform Act* a mis en œuvre les recommandations du rapport *Vickers*.

De même que la règle *Volcker*, aux États-Unis, le rapport *Vickers* identifie les activités risquées des banques afin de les isoler des activités vitales. Le but est de protéger les activités constituant le *core business* des banques, essentiellement la collecte de dépôts et l'octroi de crédits (Chow et al., 2013). Le rapport *Vickers* se distingue de la règle américaine susmentionnée dans le sens où les mesures du premier ne s'appliquent pas à toutes les banques britanniques et que la séparation est moins accomplie qu'aux États-Unis. La Commission indépendante sur le secteur bancaire (2011) a instauré un seuil de 25 milliards de livres de dépôts ; au-delà de ce seuil, la séparation bancaire décrite ci-dessous devra être appliquée.

Le rapport recommande le cloisonnement (*ring fencing*) des activités de la banque de détail dans une banque cantonnée. Il sépare les activités de négociation qui n'ont pas de fonction vitale pour la trésorerie ainsi que les activités de couverture et de gestion de risques (BNB, 2013 ; Institut de la finance internationale, 2014). En d'autres termes, la banque cantonnée n'est pas autorisée à entreprendre des activités pour compte propre, des activités de négociation ou toute autre activité de banque d'investissement (Allen, Beck, & Carletti, 2013). Elle ne peut également pas procurer des services financiers à des sociétés financières (Independent Commission on Banking, 2011 ; BNB, 2013). Non content de prohiber les activités de négociation et la tenue de marché, la règle *Vickers* exclut de l'entité cantonnée un éventail d'activités plus large que la règle *Volcker* et le rapport *Liikanen* ; les activités d'émission de titres ainsi que l'achat de prêts ou autres instruments financiers émis sur le marché secondaire sont restreints (CBCB, 2013).

La banque cantonnée et la banque d'investissement résident au sein du même groupe bancaire, tel que proposé dans le rapport *Liikanen* (Gambacorta & Van Rixtel, 2013). Les deux entités sont distinctes dans le sens où elles sont capitalisées, financées et gérées de façon indépendante, car la banque cantonnée doit être à même d'assurer la continuité de ses services et être isolée du groupe bancaire si nécessaire (Chow et al., 2013). De plus, le rapport *Vickers* précise qu'en cas de problème de solvabilité, un transfert de fonds entre l'entité cantonnée et la banque d'investissement n'est pas possible.

Sous ces conditions, le modèle de banque universelle est préservé étant donné qu'il ne s'agit pas d'une séparation complète entre les activités afférentes aux banques de dépôt et aux banques d'investissement, mais d'un cloisonnement de ces dernières dans un même groupe bancaire. Un des inconvénients de cette règle est que la notion des activités ayant une fonction relative à la trésorerie suscite une certaine ambiguïté car les banques cantonnées pourraient y déceler un moyen de contourner la règle et de mener des activités initialement interdites (BNB, 2013).

6.4. Rapport *Liikanen*

En novembre 2012, le groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'Union européenne, présidé par Erkki Liikanen suite

à sa nomination par le commissaire Barnier, a publié son rapport final (Liikanen, 2012). Le rapport *Liikanen* (2012) est axé sur cinq sujets clefs en vue de favoriser la stabilité du système financier : les activités pour compte propre et autres activités de négociation, les plans de redressement et de résolution, les exigences de fonds propres et de liquidités, les instruments relatifs au renflouement interne et, enfin, la gouvernance d'entreprise. La séparation entre les activités pour compte propre et les autres activités de négociation constituera le point d'attention de la prochaine section. Ayant été publié en dernier, ce rapport est un compromis entre les règles américaine et britannique (Gambacorta & Van Rixtel, 2013).

À la suite de ce rapport, la Commission européenne (2014) a publié et adopté une proposition de règlement relative à la réforme structurelle des banques le 29 janvier 2014. En décembre 2014, un rapport relatif à la réforme structurelle du secteur bancaire a été publié par Hökmark, celui-ci suivant une approche assurément différente de celle de Barnier. Par exemple, les activités pour compte propre sont autorisées mais font l'objet d'une séparation immédiate, contrairement au rapport *Liikanen* qui les interdit d'emblée. Des projets relatifs à la séparation bancaire émergent assez fréquemment, c'est pourquoi l'attention sera portée sur le rapport *Liikanen*, le rapport *Vickers* et la règle *Volcker*, car ils constituent les projets les plus aboutis en la matière.

L'objectif de cette réforme structurelle est multiple. Tout comme le rapport *Vickers*, elle vise à ce que les activités des banques de dépôt soient moins exposées aux risques qu'engendrent les activités pour compte propre et les autres activités de négociation (Allen et al., 2013). Ensuite, les contribuables ne devraient plus financer ni supporter les risques liés à ces activités en isolant les dépôts. L'entité négociatrice ne serait pas autorisée à utiliser les fonds de la banque de dépôts pour couvrir ses pertes et l'épargne des déposants ne pourrait pas être investie dans ces activités plus risquées. La complexité des structures des banques et les interdépendances et interconnexions bancaires seraient limitées dans une certaine mesure grâce à la séparation de ces activités, ce qui permettrait, d'une part, une résolution plus facile en cas de faillite d'une des entités du groupe bancaire, et cela atténuerait le phénomène des banques *too big to fail* et le risque systémique potentiel, d'autre part (Liikanen, 2012). Enfin, compte tenu de la réduction de la taille des entités bancaires, leur régulation et surveillance seraient facilitées, au bout du compte encourageant ainsi la discipline de marché (Allen et al., 2013).

Une recommandation a été émise en faveur d'une séparation légale entre les activités pour compte propre et les autres activités de négociation des activités des banques de dépôt, les premières seraient logées dans une entité négociatrice et la séparation aurait lieu au sein du groupe (Liikanen, 2012). Sous ces conditions, chaque entité exercerait ses activités et serait financée de façon indépendante ; l'entité négociatrice devrait répondre aux fonds propres complémentaires en raison du risque lié à ses activités, en plus des exigences en matière de capital et de liquidité (BNB, 2013 ; CBCB, 2013).

Les banques de plus petites tailles seraient exclues de ce régime de séparation obligatoire. Afin de déterminer s'il y a lieu d'exiger la séparation des activités, deux critères vont être évalués : la proportion que représentent ces activités au sein de la banque et le volume des activités du point de vue de la stabilité financière (Liikanen, 2012). La procédure d'évaluation est décrite en deux phases dans le rapport (2012). Premièrement, il s'agit de déterminer si les actifs financiers, classés comme détenus à des fins de transactions et disponibles à la vente, valent entre 15 % à 25 % du total des actifs de la banque. Il s'agit d'un seuil d'examen relatif. L'autre condition est d'établir si le volume de ces actifs financiers a franchi les €100 milliards, ce qui correspond à un seuil d'examen absolu ; à l'issue de cet examen, si les seuils sont dépassés, la seconde étape peut être entamée. À ce stade, les superviseurs vont être chargés de déterminer si la séparation est nécessaire en s'appuyant sur la part des actifs pour laquelle l'obligation de séparation s'appliquerait ; le choix de ce seuil en pourcentage des actifs totaux détenus par la banque revient à la Commission. À l'issue de ce processus, si les seuils sont dépassés, les activités pour compte et les activités résultant de la tenue de marché seront obligatoirement transférées dans une filiale spécialisée dans la négociation qui sera légalement séparée de la banque d'investissement. Cependant, elle peut mener ces activités au sein du même groupe bancaire, comme c'est le cas avec le rapport *Vickers* (Schildbach & Speyer, 2013).

Le fait que ces activités soient exercées au sein du même groupe bancaire implique que le modèle de banque universelle ne soit pas totalement remis en question. En ce qui concerne les transferts de risques ou de fonds entre l'entité négociatrice et la banque de dépôt, ceux-ci seront utilisés à condition qu'ils ne portent pas atteinte à l'adéquation des fonds propres et qu'ils s'effectuent selon les conditions du marché (Liikanen, 2012).

Par conséquent, le rapport *Liikanen* a, d'une part, une portée plus large que la règle *Volcker* puisqu'il englobe les activités pour compte propre en plus des activités de tenue de marché, mais restreint moins d'activités que la règle *Vickers*. D'autre part, la règle *Vickers* et le rapport *Liikanen* sont moins stricts que leur homologue américain puisque la coexistence au sein d'un même groupe bancaire est autorisée (CBCB, 2013).

Des différences d'un État membre à un autre peuvent subsister au sein de l'Union européenne après transposition des directives, car chacun dispose d'un certain degré de liberté quant à l'élaboration et à l'implémentation de ces directives, qui ont pour but de fournir une orientation (Commission européenne, s.d.). Ceci implique une certaine hétérogénéité dans leur application sur le territoire de l'Union européenne. Dès lors, on notera la nécessité d'uniformisation des lois afin de rendre leur implémentation cohérente, efficace et coordonnée.

6.5. Comparaison et commentaires

À ce jour, aucune de ces propositions de réformes structurelles ne semble être aussi tranchée que le *Glass-Steagall Act* décrété aux États-Unis en 1933 ; la règle *Volcker* constitue la plus grande avancée parmi les trois propositions. Un tableau comparatif figure à l'annexe 16.

Le revers des propositions britannique et européenne est que compte tenu des seuils associés à celles-ci, les banques pourraient être tentées de fausser leur bilan afin d'éviter d'être sous la régulation de ces propositions, dont les coûts d'implémentation s'avèrent élevés (Chow et al., 2013). C'est pourquoi la règle *Volcker* est dite plus efficace car elle vise toutes les banques américaines de façon inconditionnelle, de sorte qu'il n'y ait pas de réelle incitation à « maquiller » leur bilan.

Compte tenu de la structure des banques sous les conditions de la règle *Volcker*, la banque commerciale et la banque d'investissement sont deux entités strictement séparées de sorte que cela facilite la résolution des entités en cas de faillite de l'une d'entre elles (BNB, 2013). La résolution d'une entité s'opérera de façon totalement indépendante de l'autre entité. De plus, l'effet de contagion est d'autant plus réduit que la séparation est stricte ; une contagion des risques via un risque de réputation au réseau des activités de l'entité dépôt n'est pas totalement écartée, mais est nettement moindre dans le cas d'une séparation plus marquée comme aux États-Unis (BNB, 2013). Ainsi,

le défi majeur pour les propositions de *Liikanen* et la règle *Vickers* est d'assurer que la banque de dépôt soit suffisamment isolée des risques associés aux activités de l'entité négociatrice, puisque les deux entités coexistent, tandis que la règle *Volcker* les sépare de façon distincte. Le risque de contagion s'avère plus grand et semble plus difficile à éviter dans les cas européen et britannique car la séparation se fait au sein du même groupe bancaire. Dans tous les cas, les réformes devraient faciliter la résolution des entités malgré le fait que la séparation ne soit pas totale. Nonobstant les caractéristiques qui les différencient, ces trois propositions répondent positivement à la réduction de la complexité de la structure des groupes bancaires et remédie, dans une certaine mesure, au problème des méga banques dites *too big to fail* pour, *in fine*, réduire le risque systémique.

Cependant, malgré les avancées que ces réformes comportent, de nombreux défis restent à relever pour remédier aux défaillances du système, le *shadow banking* en demeurant le principal. En effet, les réglementations et la régulation bancaire doivent être mesurées de sorte que les institutions financières ne soient pas incitées à transférer une partie de leurs opérations vers le *shadow banking* afin d'échapper aux coûts, réglementations et régulations trop sévères (Jeffers & Plihon, 2012). En effet, les trois réformes exposent les différents établissements à des frais et coûts d'implémentation élevés qui pourraient, en définitive, se répercuter sur les consommateurs finaux (Chow et al., 2013). Un élément significatif concerne la complexité de ces réformes, qui pourrait constituer un frein à leur mise en œuvre. De plus, comme cela a déjà été mentionné, le manque de régulateurs constitue un obstacle à l'implémentation efficace des mesures complexes. Enfin, un des bénéfices du modèle de banque universelle était son effet de diversification en termes de risques, mais également en termes de financement des banques. Bien que le modèle ne soit pas aboli par le biais de ces réformes, il s'en retrouve plutôt réduit. Les banques doivent donc s'adapter à ces nouvelles façons de se financer et faire en sorte que les coûts soient mitigés sur les clients finaux. Enfin, en raison des écarts qui existent entre ces différentes propositions, un défi majeur à relever serait d'aboutir à des réglementations et une régulation uniformes qui excluraient l'arbitrage réglementaire des banques.

Parmi les trois initiatives de réformes structurelles, la règle *Volcker* américaine semble être la forme la plus aboutie d'une séparation des activités de banques commerciales et des banques d'investissement. Cela s'exprime notamment par le fait que la séparation bancaire s'adresse à toutes les banques américaines, quelle que soit

leur taille, le niveau de dépôts à leur bilan, ou encore la proportion des activités de négociation des entités d'investissement. De plus, les deux types d'activités ne peuvent être exercés au sein du même groupe bancaire. Les solutions britannique et européenne relèvent d'une forme moins stricte, mais englobent une gamme plus large d'activités. Les recommandations contenues dans le rapport *Liikanen* peuvent être considérées comme un compromis entre la règle *Volcker* et la règle *Vickers*.

Puisque l'implémentation n'est pas entièrement achevée et que de nombreuses composantes, telles que les ratios, le calibrage, etc. doivent encore être déterminées, évaluer l'influence de mesures aussi titanesques relève d'une tâche ardue, puisqu'elle manque de résultats probants. En ce qui concerne la complexité et l'abondance des réglementations en matière de régulation et de surveillance, il n'est pas aisé d'estimer l'impact global sur les différents acteurs économiques. Comme mentionné ci-dessus, un des risques liés à trop de régulations est que les banques pourraient transférer de plus en plus d'activités vers le *shadow banking* ou vers des pays où la régulation est moins importante ; il s'agit donc de trouver un juste milieu parmi toutes ces régulations. Néanmoins, les trois projets de réforme semblent s'orienter dans la bonne direction de la stabilité bancaire, même si de nombreuses améliorations restent à apporter en termes de surveillance, contrôle, prévention, compréhension du risque systémique ; la voie vers la stabilité financière est manifeste.

7. Enseignements de la revue de littérature

Dans cette première partie, l'évolution des systèmes bancaire et financier a été mise en exergue. En effet, depuis les années 70, on décèle un mouvement de déréglementation et de dérégulation concourant à l'émergence d'un nouveau paysage bancaire, d'une part, à travers la transition du modèle *originate-to-hold* vers le modèle *originate-to-distribute* qui a changé le rôle des banques, d'autre part, la prédominance du modèle de banque universelle en Europe comme aux États-Unis.

Le secteur bancaire a également subi de nombreux changements au cours des dernières décennies. Tout d'abord, on relève une tendance à la constitution de grands groupes bancaires estimés comme *too big to fail* ou *too interconnected to fail* qui implique un aléa moral conduisant à une prise de risque excessive en raison d'un

soutien implicite accordé par l'État en cas de défaillance d'une banque. Ces banques de plus en plus complexes et interconnectées entre elles mènent à un accroissement du risque systémique. À cet égard, une approche macroprudentielle de la régulation et de la surveillance doit être adoptée afin de compléter les mesures mises en place au niveau microprudentiel. L'effet de levier des banques a considérablement augmenté ces dernières années de sorte qu'en cas d'effet de levier négatif, effet de massue, les banques ne sont pas en mesure d'absorber les pertes qui sont démultipliées. Le processus de titrisation et l'utilisation de produits dérivés n'ont cessé de croître en raison des faibles taux d'intérêt qu'offraient certains instruments financiers basiques et les alternatives de financement envisageables à travers ce processus. En dépit des nombreux avantages de la titrisation, certains instruments financiers se sont révélés tellement complexes et opaques qu'il était impossible de les évaluer de façon précise, leurs risques ont fortement été sous-évalués durant la crise en 2007 conduisant à des conséquences désastreuses.

Sur base des accords de Bâle III parus en 2010, trois projets de réformes structurelles des banques ont été retenus dans ce présent mémoire : la règle *Volcker*, le rapport *Vickers*, et le rapport *Liikanen*. Parmi ces trois propositions, c'est la règle américaine *Volcker* qui semble atteindre la forme la plus achevée en termes de séparation bancaire. Au bout du compte, aucune proposition n'indique cependant une séparation des activités bancaires aussi stricte que le *Glass-Steagall Act* de 1933, abrogé aux États-Unis en 1999 par le *Gramm-Leach-Bliley Act*.

Bien que les innombrables mesures prises les régulateurs en vue de rendre le système financier plus résilient et garantir la stabilité financière, il n'est pas sûr qu'elles suffiront à pallier aux déficiences du système en raison du temps de réaction trop long, de la complexité pouvant mettre à mal la mise en place des mesures, de l'hétérogénéité des réglementations à l'échelle mondiale, et de l'environnement de plus en plus complexe et versatile.

II. PARTIE PRATIQUE : ÉTUDE DE CAS

1. Introduction

La revue de littérature a permis de cerner les éléments clefs relatifs à une séparation bancaire. Ainsi, il en ressort qu'aucun modèle bancaire n'a été épargné durant la crise économique et financière de 2007-2008 (Liikanen, 2012). À présent, il semble pertinent de se pencher sur une approche plus pratique de cette problématique à travers deux études de cas qui permettront d'appuyer ou d'infirmer les enseignements tirés de la revue de littérature.

2. Étude de cas

Deux types de *business model* distincts seront analysés. La première étude de cas porte sur les *cajas de ahorros* en Espagne, qui désignent des caisses d'épargne, tandis que la seconde étude de cas se base sur la banque d'investissement américaine *Bear Stearns*.

2.1. *Cajas de ahorros*

2.1.1. Crise des *Savings & Loan*

Avant d'entamer l'analyse des *cajas de ahorros* en Espagne, une brève analyse de la crise des *Savings & Loan* [S&L] servira d'introduction à cette section et permettra de soulever certains points communs entre ces types d'institutions.

Tout comme les *cajas* espagnoles, les S&L étaient, à l'origine, des institutions qui visaient un objectif social orienté vers l'accès à la propriété à travers un regroupement (*pooling*) des épargnes ; celui-ci était, par la suite, prêté pour financer leur acquisition immobilière (Kraatz & Moore, 2011). Ces caisses d'épargne américaines étaient parfois désignées sous le nom de *thrift*, en référence à des entités de plus petite taille. Ces deux types d'institutions ont émergé à la même époque, vers 1830. Cette industrie était caractérisée par son nombre important de petites institutions ; avant la crise, il existait près de 4000 *thrifts* représentant près de \$604 milliards en 1980

(FDIC, 1997). Tout comme en Espagne, le secteur américain était fragmenté et concentré sur le marché immobilier ; il existait de nombreuses *cajas* et caisses d'épargne américaines de petite taille. La *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* [FSLIC] était l'organisme fédéral mis en place en 1934 dans le but d'assurer les dépôts de ces institutions, tandis que le *Federal Home Loan Bank Board* [FHLBB] était chargé de la surveillance (FDIC, 1997).

La crise des S&L s'est déroulée dans un environnement économique relativement semblable à celui de la crise des *cajas*, la hausse du marché immobilier américain vers la seconde moitié des années 70 étant similaire à celle connue avant la crise financière de 2007. Les caisses d'épargne américaines et les *cajas* ont mis en exergue le risque de concentration dans l'immobilier, les rendant davantage vulnérables aux fluctuations de ce marché, car les caisses d'épargne américaines étaient tenues d'investir une partie significative dans l'immobilier local. Les investissements des *cajas* étaient également circonscrits en vertu du principe régional (FDIC, 1997 ; Martín-Aceña, 2013).

Au-delà de ce risque de concentration dans l'immobilier et d'un manque de diversification des actifs, la gestion déficiente des risques au sein des caisses d'épargne américaines et espagnoles a contribué à leur crise respective. La hausse des taux d'intérêt et du taux d'inflation à la fin des années 70 et au début des 80 furent deux éléments déclencheurs de cette crise (Federal Reserve Bank of Dallas, 2013). Compte tenu de la dépendance aux dépôts associés à un horizon de court terme, ces caisses d'épargne étaient très sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt (Kraatz & Moore, 2011). Le faible niveau des taux d'intérêt sur les dépôts offert par les caisses d'épargne avant la crise était peu attractif ; de ce fait, les épargnants ont retiré leurs fonds. Le risque *asset liability management* [ALM] n'a pas été pris en compte de façon adéquate par ces entités. Les caisses d'épargnes américaines et espagnoles collectaient des dépôts à court terme qu'ils investissaient dans des prêts immobiliers à long terme et à taux fixe, représentant un déséquilibre entre l'actif et le passif de ces entités (Bessis, 2002). Le risque ALM s'est accru avec la hausse des taux d'intérêt et d'inflation. Dans un contexte d'inflation et de hausse des taux d'intérêt, les caisses d'épargne américaines étaient contraintes de s'aligner sur les taux d'intérêt pour rendre les dépôts toujours attractifs, alors que les montants qu'elles obtenaient de leurs prêts hypothécaires n'augmentaient pas, puisqu'il s'agissait de taux fixe. Lorsque les taux d'intérêt ont commencé à augmenter, la valeur des prêts hypothécaires accordés par ces caisses

d'épargne a considérablement chuté et a fini par affecter l'ensemble de l'industrie des S&L.

Vers le début des années 80, les taux d'intérêt et d'inflation ont commencé à baisser, jouant en faveur du redressement des caisses d'épargne. Cependant, un problème subsistait : la FSLIC, qui était chargée d'assurer les dépôts des S&L, ne disposait pas de ressources suffisantes pour résoudre les institutions qui étaient devenues insolvables (FDIC, 1997). Entre 1980 et 1982, une vague de faillite s'est emparée des caisses d'épargne américaines ; sur les 3993 S&L, la FDIC (1997) a décompté 118 faillites durant cette période, sans compter les nombreuses entités en difficulté. Ainsi, de nombreuses caisses d'épargne sont restées ouvertes sans que leurs problèmes puissent être résolus. La notion de « zombie » est apparue, tandis que d'autres ont fait l'objet de fusions de façon semblable aux *cajas* (Federal Reserve Bank of Dallas, 1997). Entre-temps, les exigences en matière de capital ont été assouplies et la couverture d'assurance des dépôts a été augmentée de \$40 000 à \$100 000 en vertu du *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, répondant au mouvement de libéralisation financière (Reinstein & Steih, 1995). Ainsi, les caisses d'épargne zombies et autres entités sujettes à des difficultés financières sont parvenues à attirer des dépôts qui leur ont permis de continuer à accorder des prêts. Ensemble, ces changements ont contribué à l'expansion de ce secteur. L'aléa moral dominant la stratégie adoptée par ces caisses d'épargne zombies était “*go for broke*”, qui peut être traduite par « le tout pour le tout » (Federal Reserve Bank of Dallas, 2013 ; Reinstein & Steih, 1995). Elles investissaient donc dans des projets risqués dont elles espéraient tirer des rendements élevés sans réelle analyse des crédits. En cas de mauvais pari, les caisses d'épargne devraient faire appel aux contribuables puisque la FSLIC n'était pas en mesure de couvrir les pertes. Cela dénote, une fois encore, une mauvaise gestion des risques de ces entités.

En 1989, le *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* est entré en vigueur à l'encontre des caisses d'épargne américaine ; le FHLBB et la FSLIC ont été supprimés au profit de l'*Office of Thrift Supervision* et du *Resolution Trust Corporation*. Comme son nom l'indique, le premier était chargé de la surveillance des *thrifts*, tandis que le second avait pour mission de résoudre les caisses d'épargne en difficulté. La FDIC s'occupait, à présent, d'assurer les dépôts des caisses d'épargne (FDIC, 1997). En tout, près de 747 caisses d'épargne ont été fermées avec l'aide du

Resolution Trust Corporation. La crise des S&L a pris fin vers 1995. La crise des S&L a exposé certaines faiblesses communes de l'industrie fragmentée des caisses d'épargne américaines et espagnoles, telles que la dépendance excessive au financement court terme et la mauvaise gestion des risques dans un contexte similaire de hausse du marché immobilier.

2.1.2. Description

Lorsqu'on évoque le système bancaire en Espagne, deux types d'établissements bancaires sont à considérer : d'une part, les banques privées, et d'autre part, les caisses d'épargne, dites *cajas de ahorros* [*cajas*]. Les *cajas* n'ont cessé de gagner de l'importance en termes de parts de marché et de volume depuis les trois dernières décennies, en raison de la vague de libéralisation et de déréglementation qui a soufflé sur la majorité du monde de la finance (Hasan, Knox Lovell, Kumbhakar, & Lozano-Vivas, 2001). Toutefois, la crise financière et économique de 2007-2008 a mis en lumière plusieurs faiblesses des *cajas* qui les ont plongées dans la tourmente.

2.1.2.1. Origine et rôle

Les *cajas* ont connu, au fil du temps, des transformations majeures tant au niveau de leur rôle que de leur structure. Les caisses d'épargne tirent leur origine des monts-de-piété (*montes de piedad*) du XVIII^{ème} siècle, en d'autres termes des organismes de prêt sur gage (Castillo, 2013). C'est en 1835 que la première caisse d'épargne, la *Caja de Ahorros de Madrid*, a été établie (Martin-Aceña, 2013). Ensuite, ces caisses d'épargne sont devenues des institutions publiques dont les activités étaient restreintes à des zones, en accord avec le principe régional (Carles Maixé-Altés, 2010). Bien que les *cajas* disposent de caractéristiques communes en termes de gouvernance et de rôles, il existe de larges différences entre ces institutions quant à leur taille, en fonction de la région où elles sont implantées. Le nombre de *cajas* a explosé entre 1900 et 1935, jusqu'à atteindre un total de 171 caisses d'épargne (Martin-Aceña, 2013).

Initialement, le rôle attribué aux *cajas* était de promouvoir l'épargne auprès des classes sociales populaires en vue de soutenir le développement économique de la région et de faciliter le crédit aux PME et ménages (FMI, 2006). Les *cajas* sont fortement influencées par le politique puisqu'elles fournissent des services avec une

orientation sociale ; en plus de leur mission de promotion de l'épargne, elles dédient une partie non-négligeable de leurs provisions à des causes sociales à l'échelle régionale, voire locale, on parle de leur œuvre sociale (*obra social*) (Salas & Saurina, 2002).

2.1.2.2. Cadre de gouvernance

Au départ, un groupe restreint d'individus, composé presque exclusivement des membres fondateurs et de municipalités, gouvernait ces caisses d'épargne. Néanmoins, dans le but d'élargir le nombre de parties prenantes et de représenter un éventail plus large d'intérêts, la structure a été élargie dès 1977 (Martin-Aceña, 2013). Actuellement, ces établissements bancaires sont contrôlés par une combinaison de parties prenantes qui peuvent être divisées en deux catégories selon le FMI (2012) : les "*insiders*", qui englobent les membres fondateurs privés, déposants, employés, et les "*outsiders*" qui regroupent des fondateurs publics et les gouvernements locaux et régionaux. Les *cajas* possèdent trois organes de gouvernance dans lesquels chaque catégorie nommée ci-dessus est représentée. Les droits de vote afférents aux parties prenantes dépendent des lois en vigueur de la région dans laquelle la *caja* opère. Néanmoins, des modifications concernant la représentation des caisses d'épargne ont été apportées au début des années 2000. Ainsi, les membres fondateurs et entités publiques réunis ne pouvaient pas détenir un droit de vote représentant plus de 50 % dans chaque organe de gouvernance, la représentation des déposants oscillant entre 25 % et 50 %, enfin, 5 à 15 % des droits de vote sont accordés aux employés (Liikanen, 2012 ; Castillo, 2013).

2.1.2.3. Structure du capital

Ces institutions disposent d'un capital provenant de la dotation initiale lors de la constitution de l'entité, tandis que les actions consistent principalement en des réserves générées à travers les résultats non distribués ; leur habilité à lever des capitaux est relativement restreinte (Salas & Saurina, 2002). L'absence de propriétaire implique que les *cajas* ne sont pas capables de se recapitaliser via le marché en cas de détresse financière (Banco de España, 2010). En outre, les *cajas* ne disposent pas d'actions négociables, il n'y a donc pas d'investisseurs externes au sein des organes de gouvernance qui leur permettent d'évaluer leur performance sur les marchés ou encore

d'exercer convenablement une discipline de marché. C'est seulement en 1990 que des titres de participation, dits *cuotas participativas*, ont été introduits ; ces derniers ont évolué au fil du temps car ils ne permettaient pas de pallier entièrement au problème des *cajas* (Castillo, 2013).

2.1.2.4. Régulation et supervision

Quant à la régulation et la supervision des *cajas*, celles-ci sont réparties entre des pouvoirs locaux et nationaux, respectivement entre des communautés autonomes, le gouvernement national et la Banque d'Espagne (FMI, 2012). La structure floue de ces entités joue en leur défaveur car les investisseurs cernent difficilement les *cajas* et leurs objectifs (Salas & Saurina, 2002). De plus, des conflits d'intérêts peuvent être identifiés entre les régulateurs publics et les acteurs publics dotés de droit de vote. En effet, selon le poids des parties prenantes, les objectifs à atteindre peuvent varier et avoir un impact sur l'orientation des *cajas*. Alors que les "*insiders*" auront tendance à s'orienter vers une philosophie de maximisation de la valeur des *cajas*, les "*outsiders*" viseront plutôt des objectifs sociaux (FMI, 2012). C'est pourquoi les caisses d'épargne espagnoles doivent avoir des objectifs clairs afin de retenir ou d'attirer de nouveaux investisseurs.

2.1.2.5. Mouvement de déréglementation et expansion des activités

Le mouvement de libéralisation et de déréglementation dans les années 70 a élargi l'éventail des activités des *cajas* (Bülbül, Schmidt, & Schüwer, 2013). Les caisses d'épargne espagnoles ont été autorisées à s'engager dans des activités, auparavant exclusivement réservées aux banques commerciales, afin d'être compétitives dans un marché de plus en plus libéralisé. En 1976, le nombre de *cajas* s'élevait à 84 tandis qu'en 2007, le total de *cajas* s'est réduit à 45 suite aux multiples fusions (Martin-Aceña, 2013). Ces entités ont augmenté considérablement en termes de parts de marché entre 1980 et 2010, passant à environ 20 % à 40 % (voir annexe 17).

En 1988, le principe régional a été aboli et les *cajas* ont été privatisées ; ainsi, elles ont pu étendre davantage leurs activités en termes de territoires sur lesquels elles pouvaient opérer (Grifell-Tatjé & Knox Lovell, 1996). Elles ont pu se faire concurrence à une échelle nationale en établissant des succursales au-delà de leur région d'origine et

à l'étranger, tout en développant des réseaux nationaux. Au fur et à mesure que les *cajas* s'étendaient hors de leur région d'origine et élargissaient leur panel d'activités, elles ont gagné de l'importance au sein du secteur bancaire, amplifiant la concurrence. Ces effets ont mené les *cajas* à s'engager dans des activités plus risquées, et donc plus rentables, en réponse aux pressions engendrées par une concurrence intensifiée ; elles se sont dirigées vers des prêts immobiliers (Bülbül et al., 2013). Pour répondre à une demande croissante de crédits, les *cajas* ont commencé à se financer principalement sur le marché de gros en investissant dans des produits dérivés dont les risques associés sont aujourd'hui connus (Neal, & García-Iglesias, 2013).

Ainsi, durant plusieurs décennies, les *cajas* se sont développées en créant des succursales un peu partout dans le pays et en investissant fortement dans le secteur immobilier, par le biais de prêts octroyés aussi bien aux ménages qu'aux petites et moyennes entreprises (Royo, 2012). Avant la crise, les *cajas* se finançaient à court terme sur le marché en gros, bénéficiant des taux d'intérêt faibles alors qu'elles octroyaient parallèlement des prêts immobiliers à long terme à des taux plus élevés ; ces opérations ont permis la croissance de ces entités durant les années qui ont précédé la crise (Neal, et García-Iglesias, 2013).

2.1.3. Durant la crise

Les *cajas* ont subi de plein fouet, avec un léger retard, la crise financière débutée en 2007 après avoir participé au gonflement de la bulle immobilière. Ces caisses d'épargne, fortement exposées au marché de l'immobilier, ont été les plus atteintes par la détérioration de ce dernier, notamment en raison d'une faible gestion des risques.

2.1.3.1. Déclin du marché de l'immobilier

Tout d'abord, la crise des *subprimes* aux États-Unis a touché le marché de gros dont dépendait fortement le financement des *cajas* à travers le marché de produits dérivés et du processus de titrisation (Neal, & García-Iglesias, 2013). Avec l'assèchement de ces marchés, les *cajas* ont vu leur principale source de financement chuter considérablement. De plus, compte tenu de la dégradation flagrante du marché immobilier et de la concentration des risques des *cajas* dans l'immobilier, les

portefeuilles de prêts immobiliers de ces entités ont également perdu de leur valeur, étant donné leur exposition à ce marché. Ces éléments ont eu un impact négatif sur la croissance de crédits qui a précédé les années de la crise, durant lesquelles les *cajas* ont été contraintes de réduire leur crédit. À la fin de l'année 2008, l'économie espagnole est entrée dans une récession de six trimestres consécutifs de baisse du PIB, accompagnée d'une augmentation significative du chômage, d'une chute de l'immobilier, le tout conjugué aux retombées de la crise internationale (Banco de España, 2010). La crise a mis en lumière la défaillance des *cajas* liée à une structure comportant de nombreuses faiblesses.

2.1.3.2. Difficultés à lever des capitaux en raison de leur structure

L'absence de propriétaire, conjugué au fait que ces caisses d'épargne ont des possibilités limitées pour obtenir des capitaux, ont exposé une de leurs faiblesses durant la crise (Salas & Saurina, 2002). Le FMI (2006) relève trois implications majeures relatives à cette limite associée aux *cajas*. Premièrement, cela peut porter atteinte à la capacité des *cajas* à entreprendre des opérations qui nécessitent plus de capital que ce dont l'institution dispose. Ensuite, en cas de choc financier susceptible d'entraîner de lourdes pertes, la structure de ces caisses d'épargne présente un obstacle majeur pour se recapitaliser via le marché. De ce fait, alors que les banques commerciales ont eu l'opportunité de faire appel aux investisseurs privés pour accroître leurs fonds, les *cajas* n'ont pas eu accès aux ressources du marché en raison de leur structure particulière (Carles Maixé-Altés, 2010). Cette capacité restreinte des *cajas* à lever des fonds est devenue de plus en plus préoccupante avec l'entrée en vigueur des accords de Bâle III en 2010, prônant une qualité et un niveau de fonds propres supérieurs (CBCB, 2014). Enfin, il est difficile d'évaluer la tendance du marché de façon continue sur base de la performance des *cajas*.

C'est pourquoi, depuis 1990, leur structure a été modifiée en vue de remédier à ces problèmes précédemment soulignés ; les *cajas* ont été autorisées à émettre des actions négociables (*cuotas participativas*) pour augmenter leurs fonds propres (Castillo, 2013). Celles-ci sont dissemblables des actions ordinaires dans le sens où aucun droit de vote n'est attaché à ces actions. Néanmoins, il s'avère que ces actions sont insuffisantes en cas de réelle difficulté financière, comme durant la crise récente, car cela requiert une injection importante et rapide de capital. De plus, étant donné la

structure floue des *cajas*, celles-ci éprouvent des difficultés à attirer des investisseurs (Salas & Saurina, 2002). Malgré les modifications de la structure de ces entités, celles-ci n'ont pas permis d'éviter l'intervention étatique pour les sauver. En 2010, un droit de vote a été attribué aux actions négociables.

C'est en mars 2009 que la Banque d'Espagne a dû venir en aide à la première caisse d'épargne, la *Caja de Castilla-La Mancha* (Martin-Aceña, 2013). Les problèmes financiers rencontrés par cette entité étaient initialement considérés comme un cas isolé car cela représentait approximativement 1 % du total des actifs (Royo, 2013). Le Fonds de garantie des dépôts des *cajas* (*Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro* [FGDCA]) a acquis €593 millions d'actifs de cette *caja* considérés comme non-performants. Néanmoins, elle a finalement dû être vendue et a nécessité une aide supplémentaire du fonds de €2.5 milliards. À partir de ce moment, les autorités espagnoles ont pris conscience de l'agitation du secteur.

2.1.3.3. Industrie démesurée et fragmentée

Lorsque la crise a éclaté en 2007, les caisses d'épargne espagnoles étaient au nombre de 45 et correspondaient à environ 50 % du système financier du pays (Royo 2012 ; Liikanen, 2012). Étant donné le nombre élevé de *cajas* et leur taille relativement petite, l'industrie espagnole était démesurée et fragmentée (Grifell-Tatjé & Knox Lovell, 1996 ; Martin-Aceña, 2013). Elle faisait face à un excès de capacité, entre 25 % à 30 % des succursales étant considérés comme non nécessaires au fonctionnement du secteur des *cajas* (Royo, 2013). Néanmoins, le recours à des fusions ou des ventes d'actifs comme mécanismes de résolution ne constituent pas des outils optimaux pour pallier aux problèmes auxquels doivent faire face les *cajas*.

Le gouvernement espagnol a progressivement mené des réformes pour restructurer le secteur des *cajas*. À cet effet, en juin 2009, le Fonds de restructuration des banques espagnoles (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* [FROB]) a été mis en place dans le but de refaçonner le secteur financier et le rendre plus stable (Marín Hernández, Gras Gil, & Renart, 2011). Une des missions attribuées au FROB était le projet de consolidation de l'industrie bancaire du pays visant les *cajas*, afin de réduire l'ampleur du secteur pour permettre une meilleure gestion des risques et une surveillance améliorée des nouvelles institutions, par conséquent plus grandes et efficaces mais moins nombreuses (FMI, 2012).

Au total, la Banque d'Espagne et le FROB ont renfloué 7 caisses d'épargne dont 4 d'entre elles ont été nationalisées (Martin-Aceña, 2013). En 2012, le pays a dû faire appel au support du gouvernement espagnol, qui fut contraint de solliciter l'aide du Fonds européen de stabilité financière [FESF] et du FROB (Martin-Aceña, 2013). Au total, ces deux organes ont injecté €61.2 milliards, dont 63.5 % et 36.5 % provenaient respectivement du FESF et du FROB. Plus tard, en décembre 2012, la *Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria* [SAREB] a été établie comme une structure de défaisance d'actifs. Son objectif était d'assainir le bilan des institutions en difficulté en transférant leurs actifs immobiliers. La SAREB se charge, quant à elle, de la gestion des actifs immobiliers dans une période limitée à quinze années. Au 31 décembre 2012, approximativement €44 milliards d'actifs provenant des quatre banques nationalisées avaient été transférés à la SAREB (Castillo, 2013).

2.1.3.4. Faible gestion des risques

La faible gestion des risques énoncée durant la crise des S&L aux États-Unis peut être transposée à l'industrie des *cajas* en Espagne, dans le sens où aucune des deux n'était parée à gérer le risque ALM et où l'analyse de risque des investissements était très faible, voire inexistante. La dérégulation du secteur a encouragé ces entités à prendre plus de risques vis-à-vis des crédits qu'elles offraient, sans pour autant adopter une analyse plus approfondie (Carles Maixé-Altés, 2010). Étant donné la concentration grandissante des transactions dans le secteur de l'immobilier, la structure du bilan des *cajas* s'en est trouvée modifiée en les rendant de plus en plus vulnérables aux fluctuations de ce marché et au risque de liquidité, compte tenu de leur dépendance excessive au financement de court terme via le marché monétaire (Martin-Aceña, 2013). Les *cajas* ne disposaient pas de contrôle interne ou d'outils de gestion permettant de détecter les risques associés aux crédits et de faire face à des chocs financiers. C'est pourquoi il est nécessaire de mettre en place un système de surveillance et une gestion efficace des risques, de manière à prévenir ou résoudre ces entités, le cas échéant.

La structure et le cadre de gouvernance défaillants, ainsi que le manque de diversification au sein des *cajas*, ont également été des facteurs participant à leur déroute. Cette étude de cas illustre le fait que les banques spécialisées, telles que les *cajas* espagnoles, ont également échoué. Pourtant, ces caisses d'épargne exerçaient des

activités de banque traditionnelle ; en d'autres termes, elles n'étaient pas impliquées dans des activités spéculatives. Malgré tout, cela n'a pas empêché le modèle de faillir. Durant l'été 2010, une réforme de grande envergure a été entamée afin de rendre le secteur bancaire plus résilient et stable, une attention particulière ayant été accordée aux *cajas*.

2.1.4. Réformes des caisses d'épargne espagnoles

En réponse à la crise qui a ébranlé le secteur bancaire, le gouvernement espagnol a graduellement mené des réformes en vue de restructurer ce secteur. La constitution du FROB en 2009 a marqué le début de l'ère de la restructuration de l'industrie des *cajas* à travers deux types d'opérations : d'une part, l'organe se chargeait de faciliter les fusions, acquisitions, et d'autre part, il était habilité à intervenir dans la reprise des institutions non-viables dans le but de redimensionner ce secteur en excès de capacité (Martin-Aceña, 2013). Parallèlement, de nombreuses *cajas* ont pris part à un système de protection institutionnelle (*Sistema Institucional de Protección* [SIP]) afin d'améliorer la liquidité et la solvabilité des institutions membres de ce système ; les variétés de SIP étaient nombreuses et le SIP pouvait être défini comme “*an agreement of solidarity by which group members are committed to supporting, if necessary, the rest in terms of liquidity and solvency.*” (Marín Hernández et al., p. 115). Ensuite, des réformes ont été menées afin de rendre les structures des *cajas* plus claires.

2.1.4.1. Système de protection institutionnelle et fusions des *cajas*

Les SIP peuvent être vus comme une structure innovante des caisses d'épargne du pays élaborée afin de réduire le secteur bancaire d'Espagne, qui avait atteint des sommets avant la crise. Les SIP représentaient, pour les *cajas*, une alternative aux fusions, dont le but ultime était de consolider et de restructurer leur entreprise. Ainsi, à travers des engagements contractuels, une institution de crédit ayant le statut de banque était habituellement créée. Au total, 22 caisses d'épargne se sont impliquées dans ce système et ont donné naissance à 5 nouveaux SIP (Martin-Aceña, 2013).

Parallèlement, de nombreuses *cajas* ont fusionné soit sur base volontaire, soit en réaction aux pressions exercées par les autorités espagnoles ; en mai 2010, l'Espagne comptait 45 *cajas* qui représentaient approximativement 50 % du système financier

espagnol (Royo, 2012). À la fin de 2012, le nombre de *cajas* est descendu à 13 ; à l'issue des stratégies agressives de fusions, le nombre de *cajas* fut réduit à 9 (Martin-Aceña, 2013 ; Royo, 2013). Bien que les deux options diffèrent au niveau de leur forme légale, les buts de ces fusions étaient similaires à ceux des SIP. Il s'agissait principalement de générer des économies d'échelle qui permettraient de réduire les coûts associés aux *cajas* moins performantes et d'accroître leur capacité à lever des fonds propres. Néanmoins, malgré les multiples fusions, les autorités espagnoles déplorent toujours un manque de capitaux pour ces établissements. Les fusions ont conduit à une réduction significative du nombre de succursales des *cajas*. Fin 2010, l'industrie dénombrait plus de 22 750 succursales ; en décembre 2012, le total des succursales a été abaissé de 20.5 %, conduisant à une réduction d'environ 20 % des emplois du secteur (Martin-Aceña, 2013).

2.1.4.2. Réformes et mesures structurelles

Deux mesures structurelles ont été adoptées. La première concerne les *cajas* qui ont la possibilité de transférer toutes les opérations financières à des banques commerciales (FMI, 2012). La seconde est relative à la transformation des *cajas* en une entité spéciale, en déplaçant leurs opérations vers une autre institution de crédit ; cette dernière mesure peut s'avérer obligatoire pour des *cajas* de grande importance qui remplissent certaines conditions (FMI, 2012). Ces options devraient remédier au problème des besoins de recapitalisation, dans le sens où les banques commerciales peuvent inciter plus facilement des investisseurs privés à prendre des parts dans ces entités. Ce texte a pour objectif d'orienter les *cajas* vers une « dépolitisation » du secteur, où les politiques ont encore un poids important au sein de ces organisations, en séparant les activités à but social des activités financières des entités pour atténuer les conflits d'intérêts (Royo, 2012). Bien que les *cajas* n'opèrent plus d'activités bancaires, elles conservent leur statut légal de banque.

En juillet 2010, un décret royal régissant les organes de gouvernance des caisses d'épargne espagnoles (*Ley de Órganos Rectores de Cajas de Ahorros*, en espagnol) a ouvert la voie vers une des plus grandes réformes du secteur depuis la création des *cajas* en 1835. Les objectifs de ce décret étaient multiples ; il visait à rendre les organes de direction des *cajas* plus professionnels en limitant l'impact des politiques et à améliorer

les possibilités d'augmenter le capital à travers les droits de vote (Marín Hernández et al., 2011).

Tout d'abord, les organes de gouvernance des *cajas* ont été réformés en raison de leur caractère flou ; les droits de vote des entités publiques, qui ne pouvaient être supérieurs à 50 % auparavant, ont été réduits à 40 %. Quant aux autres catégories de parties prenantes, celles-ci sont restées inchangées (FMI, 2012). De plus, afin d'éviter des conflits d'intérêts dans la gestion des *cajas*, toute personne détenant une position dans un parti politique, une organisation syndicale ou une association professionnelle, ou qui occupe également un poste dans l'administration publique, ne pourra pas être membre du conseil de direction des *cajas*.

Le cadre de surveillance a également été réformé afin de délimiter distinctement les responsabilités assignées aux organes de surveillance, à savoir la Banque d'Espagne et les communautés autonomes. Avec la séparation des activités des *cajas*, la Banque nationale d'Espagne devient l'organe en charge de la supervision prudentielle des *cajas* ; elle est donc apte à intervenir et à prendre des mesures de résolution si elle le juge nécessaire (FMI, 2012).

Afin de répondre aux nouvelles exigences relatives aux fonds propres, les *cajas* ont dû augmenter leur ratio de fonds propres à minimum 10 % du total des actifs pondérés en fonction des risques, compte tenu de leur dépendance de plus de 20 % au financement de gros et la part limitée d'actions détenue par le secteur privé, soit un ratio inférieur à 20 % du capital (Banco de España, 2010).

Pour conclure, la séparation entre les activités à but social et les activités bancaires commerciales des *cajas* accroît significativement leur capacité à lever des fonds propres car ces dernières ont la capacité de faire appel à des investisseurs privés extérieurs. Le décret royal permet de remédier aux conflits d'intérêts qui pouvaient survenir entre les différentes parties prenantes publiques et privées en introduisant des plafonds que les catégories de parties prenantes ne sont pas autorisées à dépasser en termes de représentation. De plus, le problème relatif au manque de clarté dans la gouvernance des *cajas* est nettement réduit, compte tenu du fait que les banques commerciales seront sous la surveillance de la Banque d'Espagne, à l'instar des autres banques commerciales du pays. Cette réforme structurelle permet d'attribuer de façon claire les compétences entre les pouvoirs locaux et nationaux. Cependant, certains problèmes subsistent par rapport aux compétences attribuées aux différents organes de

gouvernance. En tant qu'institutions de crédit, les *cajas* sont toujours régulées par l'État espagnol et par les communautés autonomes, tandis que les *cajas* sont les actionnaires majoritaires des banques commerciales, qui sont elles-mêmes sous la surveillance de la Banque d'Espagne. Sous ces conditions, des chevauchements voire des incohérences ne sont pas exclus.

2.1.5. Conclusions

Les réformes entamées ces dernières années changent significativement la structure des *cajas* ainsi que leur rôle. Suite aux nombreuses fusions, la configuration du système bancaire espagnol s'en trouve modifiée compte tenu des banques plus grandes, moins nombreuses et supposées plus efficaces. De plus, ces réformes devraient faciliter l'accès des *cajas* aux marchés des capitaux pour recapitaliser le secteur.

La crise financière et économique de 2007-2008 a profondément changé le système des *cajas de ahorros* ; à présent, il serait erroné de parler de caisses d'épargne tel qu'on l'entendait avant, c'est pourquoi la différence entre les banques et les caisses d'épargne est aujourd'hui ténue. L'étude des *cajas* a révélé que pour avoir un secteur bancaire performant, celui-ci doit être géré et supervisé de façon appropriée. Les politiques ne devraient pas s'immiscer dans la gestion de telles institutions, les interférences avec le politique devraient donc être limitées. En revanche, elles doivent être gérées par des professionnels du domaine et être supervisées et contrôlées de près. Les institutions doivent avoir à leur disposition des outils adaptés pour pouvoir augmenter leur capital en cas de besoin, étant donné que la structure des *cajas* a montré l'obsolescence de leurs mécanismes. Quant à la dépendance excessive au financement de gros, celle-ci peut s'avérer dangereuse, il est nécessaire de trouver des financements alternatifs. Les régulateurs doivent être attentifs aux risques que peut entraîner la détérioration d'un seul secteur auquel les institutions sont fortement exposées et agir rapidement ; dans ce cas-ci, il s'agit bien évidemment du secteur de l'immobilier.

2.2. *Bear Stearns*

2.2.1. Description

Bear Stearns est une banque d'investissement fondée en 1923 par trois associés : Joseph Bear, Robert Stearns et Harold Mayer (Li & Mizrach, 2010). Avant la crise financière qui a débuté sur le marché des *subprimes* en 2007, *Bear Stearns* était la cinquième plus grande banque d'investissement aux États-Unis (Bergstresser, Lane, & Rose, 2009). Néanmoins, en raison de son exposition élevée aux prêts hypothécaires complexes et risqués, de sa dépendance au financement court terme et d'un effet de levier excessif, *Bear Stearns* a été la première banque d'investissement majeure à être au bord de la faillite durant la crise financière. C'est aussi la première fois que la banque centrale américaine, la Fed, est intervenue durant la crise en finançant l'opération de rachat par la banque américaine *JP Morgan Chase* en mars 2008 (Ayotte & Skeel, 2010).

La banque opérait principalement dans trois segments : il s'agissait du marché des capitaux, du service de compensation des titres d'emprunt (*clearing service*) et de la gestion de fortune (FCIC, 2011). En plus de fournir des services bancaires comme l'émission de titres ou des conseils en matière de fusions et acquisitions, ses activités sur le marché des capitaux comprenaient des services de courtage, des activités de tenue de marché et des activités pour compte propre. En 2007, *Bear Stearns* était classée deuxième parmi les sociétés de valeurs immobilières, juste derrière *Lehman Brothers* (Bergstresser et al., 2009).

2.2.1.1. Culture d'entreprise

Une des raisons attribuées au succès et au développement de cette banque est la culture d'entreprise entretenue au sein de l'établissement. *Bear Stearns* était réputée pour suivre une stratégie agressive à travers une prise de risque élevée (Kensil & Margraf, 2012). Alan Greenberg, l'ancien président de *Bear Stearns*, mettait l'accent sur ses employés, qui devaient correspondre à l'environnement travailleur et agressif de la société : *"If somebody with an MBA degree applies for a job, we will certainly not hold it against them, but we are really looking for people with PSD degrees [...] poor, smart, and desperate to be rich"* (Kensil & Margraf, 2012, p. 60). L'attention était

principalement axée sur les opportunités de rendements immédiats. La banque avait une vision plus orientée vers le court terme que le long terme (Prager, 2013). Ces stratégies ont permis à la banque de se développer rapidement et de figurer parmi le top 5 des banques d'investissement des États-Unis.

En 1985, *Bear Stearns* fut introduite en bourse et est devenue une banque d'investissement offrant une gamme complète de services diversifiés. *Bear Stearns* a commencé à investir le marché des *hedge funds* à travers la gestion de ses propres fonds, tels que *Bear Stearns Asset Management* [BSAM], qui était logé dans sa division de gestion de fortune (FCIC, 2011).

2.2.1.2. Activités de titrisation

La titrisation de prêts hypothécaires constituait 45 % du bénéfice total réalisé par la banque d'investissement, et donc sa partie la plus importante et la plus rentable (FCIC, 2011). À la fin de l'année 2006, les titres liés à des prêts hypothécaires représentaient près de 31 % des titres détenus par la banque. En effet, *Bear Stearns* s'occupait de tout le processus de titrisation de prêts hypothécaires, en allant de l'initiation des prêts – grâce à la possession d'*EMC Mortgage*, une des sociétés les plus agressives en la matière – à la titrisation, jusqu'à, enfin, la vente aux investisseurs. Selon la FCIC (2011), *Bear Stearns* a doublé le nombre de CDS entre 2005 et 2006, passant de \$14.5 milliards à \$36 milliards, dont \$6.3 milliards de MBS.

Pour se protéger des fluctuations du marché du crédit, *Bear Stearns* avait recours à des *credit default swap* [CDS] qui faisaient partie du large groupe des *swaps*. Chance (2003) décrit les *swaps* de la façon suivante : “*a swap is an agreement between two parties to exchange a series of future cash flows. For most types of swaps, one party makes payments that are determined by a random outcome, such as an interest rate, a currency rate, an equity return or a commodity price.*” (Chance, 2003, p. 270). Les *swaps* visent à transférer l'exposition au risque de crédit ; cependant, tous les risques ne sont pas totalement éliminés pour autant. Quant aux CDS, ces instruments sont souvent assimilés à des contrats d'assurance car le détenteur du contrat est protégé contre le défaut de paiement ou autre événement de crédit, tel qu'une baisse de note de crédit, par le transfert au vendeur du contrat ; en échange, l'acheteur s'engage à verser des paiements périodiques jusqu'à ce que le contrat arrive à maturité ou jusqu'à ce qu'un événement de crédit se présente (Gerding, 2011). L'opacité et la nature spéculative des

CDS rendent ces instruments financiers risqués et difficiles à gérer (Williams Brown, 2010).

Comme beaucoup de banques d'une certaine importance, *Bear Stearns* empruntait à court terme pour financer ses actifs illiquides à long terme liés à des prêts hypothécaires (Reinhart, 2011). Plus précisément, *Bear Stearns* utilisait largement des *repurchase agreements* [*repos*] pour son financement à court terme ; la plupart du temps, la banque recourait à la maturité la plus courte, c'est-à-dire une nuit, et renouvelait quotidiennement ses contrats au taux du marché. Ces montants oscillaient entre \$50 milliards à \$70 milliards chaque nuit (Kensil & Margraf, 2012). Un *repo* correspond à un prêt qui est sécurisé par un instrument du marché monétaire de même valeur ; l'actif qui correspond au collatéral est vendu à court terme avec la condition qu'après un certain laps de temps, celui-ci est racheté par le vendeur original à un prix déterminé au préalable (Van Oppens, 2014). Généralement, les prêteurs présents sur ce marché sont des institutions qui sont en surplus de cash et qui visent à obtenir un rendement sur leurs excès de liquidités. La FCIC (2011) rapporte que le montant des *repos* de *Bear Stearns* a augmenté de \$69 milliards à \$102 milliards entre 2006 et fin 2007 après avoir réduit considérablement le total de ses *unsecured commercial paper* de \$20.7 milliards à \$3.9 milliards pour la même période. Cette tendance croissante aux *repos* expliquait la liquidité et la faible perception de risques associés à ce marché. Néanmoins, leur dépendance à celui-ci a été la source de nombreux problèmes pour la banque.

2.2.1.3. Régulation et supervision

La SEC était l'autorité en charge de la régulation des cinq plus grandes banques d'investissement aux États-Unis, dont *Bear Stearns* (Reinhart, 2011). Néanmoins, la SEC ne disposait pas des fonds ni de moyens adéquats pour le redressement ou la résolution d'établissements de crédit sans dépôt. Quant à la banque centrale américaine et la FDIC, ces deux institutions n'étaient initialement pas compétentes dans la résolution des banques d'investissement, c'est pourquoi elles ne disposaient pas d'un accès à la fenêtre d'escompte⁸ (*window*) fournie par la Fed (Bagus et al., 2014). Au bout

⁸ Ce mécanisme permettait aux banques commerciales d'emprunter de l'argent à la Fed afin d'augmenter leurs liquidités. Des prêts et des titres de type *investment grade* servaient de collatéraux, ce qui évitait aux banques de vendre leurs actifs en période de stress (FCIC, 2011).

du compte, la Fed n'a pas élargi ce mécanisme à *Bear Stearns* mais est tout même intervenue dans l'acquisition de *Bear Stearns* par *JP Morgan Chase* en mars 2008.

2.2.2. Durant la crise

Pendant plus de quatre-vingt années consécutives, *Bear Stearns* n'a pas essuyé un seul quadrimestre de pertes, jusqu'à un retournement de situation en mars 2007. En 2007 et début 2008, la banque a connu des difficultés financières, notamment à cause d'une exposition élevée au marché des prêts hypothécaires et d'un effet levier excessif, tous deux dus à une sous-estimation et une mauvaise gestion des risques (Bergstresser et al., 2009 ; Li, Madura, & Richie, 2013).

2.2.2.1. Signes indicateurs de crise

En dépit des signes avant-coureurs de la crise manifestés par la chute du marché de l'immobilier, *Bear Stearns*, tout comme d'autres banques, a continué à étendre ses opérations relatives aux prêts hypothécaires. En 2006, la banque a perdu \$3 millions relatifs à des défauts de prêts hypothécaires (FCIC, 2011). En février 2007, *Bear Stearns* a tout de même fait l'acquisition d'une société de prêts hypothécaires, *Encore Credit*, qui a permis de doubler sa capacité en la matière. Pendant plusieurs mois consécutifs, *Bear Stearns* a certifié que la situation financière de la banque était stable ; quant aux pertes, celles-ci étaient dues selon eux au contexte économique. La banque a rassuré ses investisseurs en affirmant qu'il s'agissait de conditions temporaires et qu'ils ne devaient pas s'en inquiéter davantage.

Malgré les événements qui ont prouvé que la situation financière de la banque commençait à se détériorer, les agences de notation ont réagi trop tard et ont continué à fournir des notes supérieures à ce qui devait être attribué à des institutions comportant de tels risques (Li et al., 2013). Malgré tout, la tendance à la baisse du marché des prêts hypothécaires a engendré des réactions en chaîne, pour finalement mener à la disparition de la cinquième banque d'investissement américaine.

2.2.2.2. Effondrement de deux *hedge funds*

En mars 2007, *Bear Stearns* a relaté sa toute première perte relative à un de ses *hedge funds* (Li & Mizrach, 2010). Deux des principaux *hedge funds* gérés par BSAM ont fait face à des problèmes financiers à cause des prêts hypothécaires très risqués logés dans ces entités lors de la chute du marché de l'immobilier : *High-Grade Structured Credit Strategies Fund* et *High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged*. Le premier avait été établi en 2003 ; il constituait le fonds le plus important de BSAM et était composé principalement de produits dérivés complexes sécurisés par des prêts hypothécaires. L'effet de levier associé à ce fonds était de 35 à 1 et amplifiait l'exposition du *hedge fund* au marché des prêts hypothécaires (Reinhart, 2011). Lorsque le marché de l'immobilier a commencé à se détériorer fin 2006, les rendements de ces *hedges funds* ont nettement été affectés ; ces effets négatifs ont été décuplés par l'effet de levier associé à ces entités. Ces pertes s'expliquaient par le montant élevé de CDOs illiquides de titres de prêts hypothécaires dans lesquels le *hedge fund* avait investi en se finançant par des emprunts de très court terme.

Au fur et mesure que les conditions du marché de l'immobilier empiraient, les deux *hedge funds* ont vu leurs profits plonger. Les créiteurs qui finançaient les stratégies des *hedge funds* ont essuyé de lourdes pertes car une majorité avait des titres adossés à des prêts hypothécaires *subprimes* utilisés comme collatéraux. Ils représentaient approximativement 60 % des collatéraux du *High-Grade Structured Credit Strategies Fund* en avril 2007 (FCIC, 2011).

Au vu de la baisse du marché de l'immobilier, les prêteurs associés à des *repos* ont commencé à exiger que *Bear Stearns* fournisse des collatéraux plus importants et des taux d'intérêt plus élevés sur leurs prêts car les titres *subprimes* étaient en nette baisse (Bergstresser et al., 2009). La stratégie adoptée pour surmonter cette période tumultueuse a été de doubler leurs positions ainsi que d'augmenter l'effet de levier à environ 100 pour compenser les pertes par rapport à un effet de levier de 35 à 1 au départ, car les *hedge funds* n'avaient pas de fonds supplémentaires à leur disposition. Néanmoins, cette stratégie agressive n'a pas permis d'épargner de lourdes pertes aux deux *hedge funds*. En juin 2007, \$3.2 milliards sont injectés dans *High-Grade Structured Credit Strategies Fund* par *Bear Stearns*. Cependant, cela n'a pas réussi à convaincre les investisseurs que la situation se retournerait positivement dans les semaines venir. Parallèlement, le marché a continué à se dégrader, laissant les fonds

avec des milliards de dollars d'actifs illiquides liés aux prêts hypothécaires (Reinhart, 2011). Les deux *hedge funds* ont été contraints de vendre leurs actifs afin de répondre aux attentes des investisseurs désireux de retirer leur argent. Plus d'un mois plus tard, les deux *hedge funds* ont été déclarés en faillite. Ces deux événements ont profondément impacté la réputation de *Bear Stearns* dans un climat de plus en plus incertain (Prager, 2013). La réputation d'une institution n'est pas à négliger ; la chute de ces deux *hedge funds* a été coûteuse pour *Bears Stearns* car les problèmes ont commencé à s'étendre au sein de l'institution bancaire (Artus et al., 2008).

2.2.2.3. Déclin du marché des CDS

À la mi-novembre 2007, la banque d'investissement a communiqué sa toute première perte équivalant à \$370 millions. À la suite de cette annonce, le *spread* relatif aux CDS d'une maturité de 5 ans émis par *Bear Stearns* a augmenté de 200 points de base (Li & Mizrach, 2010). Cette hausse exprima une plus grande probabilité de défaut de la part de l'entité de référence, *Bear Stearns*.

Au vu de la détérioration du marché des prêts hypothécaires, plusieurs actions ont été menées par la Fed dans le but de faciliter les crédits accordés aux différents intervenants dans l'industrie financière, tels que les banques. Ainsi, la Fed a élargi ses programmes de prêts aux banques d'investissement qui étaient initialement destinés aux banques commerciales et autres institutions de dépôts. Le *Term Securities Lending Facility* [TSLF] initié par la Fed mettait à disposition \$200 milliards de *Treasury securities* en acceptant les collatéraux suivants : des titres adossés à des prêts hypothécaires émis par des entreprises sponsorisées par le gouvernement, telles que *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, ou encore des titres similaires notés triple A (Fleming, Hrung, & Keane, 2009). Initialement, le TSLF correspondait à une facilité de crédit d'une semaine ; la période a été étendue à 28 jours au lieu en vue d'accorder plus de temps à la banque d'investissement d'obtenir des liquidités. L'intérêt de cette action était de promouvoir les prêts envers les banques d'investissement afin d'entretenir le fonctionnement et la liquidité des marchés financiers et d'éviter que les banques en difficultés ne soient contraintes de vendre des actifs à des marchés illiquides. Malgré les bonnes intentions de ces démarches, ces différentes actions ont révélé aux investisseurs que la situation de nombreuses institutions commençait à se dégrader, ce qui a amplifié leurs craintes et a conduit à la contraction graduelle des marchés. De plus, *Bear Stearns*

ne tiendrait probablement pas 28 jours ; le nombre de prêteurs de *repos* qui n'étaient plus désireux de renouveler leur prêt étant en hausse, la banque a dû chercher de nouvelles façons de se financer (Bagus et al., 2014). C'est à partir de ce moment-là que la dépendance excessive au marché des *repos* a montré ses limites.

Les CDS peuvent être des indices révélateurs de conditions difficiles du marché puisqu'ils peuvent être perçus comme l'assurance du potentiel défaut d'un actif sous-jacent (Gerding, 2011 ; Williams Brown, 2010). Le *spread* sur des CDS de 5 ans de *Bear Stearns* a commencé à augmenter au fur et mesure que la crise s'amplifiait, car les investisseurs cherchaient à se couvrir contre le risque de défaut de la banque (voir annexe 18). La rapide hausse des primes des CDS démontre l'incertitude des marchés et la méfiance envers les institutions financières. Vers la mi-novembre, le *spread* de ces CDS a dépassé les 600 points de base lorsque les rumeurs concernant les problèmes de liquidités de *Bear Stearns* ont commencé à se propager et que la banque a annoncé qu'elle ne serait pas en mesure de respecter ses engagements le jour suivant. À la suite de l'offre de *JP Morgan Chase* soutenue par la Fed, les *spreads* baissèrent en-dessous des 150 points de base.

2.2.2.4. Liquidités décroissantes

Durant la semaine du 10 mars 2008, la banque d'investissement *Bear Stearns* a presque perdu la totalité de ses réserves, qui équivalaient à \$18 milliards (FCIC, 2011). Au commencement de l'été 2007, la SEC a requis que *Bear Stearns* rende compte fréquemment de l'état de ses liquidités. Lorsque la banque d'investissement s'est effondrée, les régulateurs de la SEC ont été accusés de ne pas avoir tiré la sonnette d'alarme plus tôt alors qu'ils avaient minutieusement examiné l'évolution de la situation financière de la banque (Bergstresser et al., 2009). En 2008, les agences de notation ont commencé à tenir compte de la situation financière de plus en plus préoccupante de *Bear Stearns* et ont reflété leurs inquiétudes à travers une dégradation de notation de certains titres de dettes (FCIC, 2011). Par la suite, les investisseurs ont commencé à paniquer ; la banque a vu ses liquidités progressivement diminuer, le risque étant que ce vent de panique ne se généralise.

Un des problèmes liés à la baisse de liquidités était la dépendance de la banque à son financement de court terme, servant à financer non seulement les positions qu'elle

avait sur ses titres et ses transactions grâce aux prêts bancaires, mais aussi, surtout, le marché des *repos*.

Lorsque la Fed a annoncé l'extension de son programme TSLF aux banques d'investissement afin de relancer la liquidité des marchés financiers, il est apparu que cette facilité de crédit ne serait probablement pas disponible avant plusieurs semaines ; de ce fait, les craintes des investisseurs face à la situation de la banque n'ont cessé d'augmenter (Fleming et al., 2009). La tendance des prêteurs, sur le marché des *repos*, à exiger de plus en plus de collatéraux ne s'est pas estompée au fil des mois, de sorte que la capacité de *Bear Stearns* à se financer via ce marché a commencé à s'amoindrir (Li & Mizrach, 2010). Un des risques que pourrait engendrer la faillite de *Bear Stearns* était que certaines parties soient dans l'incapacité de vendre leur collatéral ; de nombreux prêteurs ont alors choisi de ne plus prêter du tout afin d'écarter les risques d'une faillite. Les rumeurs allaient bon train et envoyaient de mauvais signaux aux marchés et aux investisseurs ; la fuite de ces derniers a continué, concourant à l'assèchement des liquidités de la banque.

En moins d'une semaine, les liquidités de la banque sont passées de \$18 milliards à \$12.5 milliards ; néanmoins, la SEC a affirmé que la banque était toujours en mesure de financer tous ses prêts et ses actions via le marché des *repos* (voir annexe 19) (FCIC, 2011). La diminution la plus abrupte se situa avant la chute de la banque d'investissement ; la SEC rapporta une baisse des liquidités de \$16 milliards durant les quatre jours qui ont précédé son effondrement, atteignant \$2 milliards. Ceci a annoncé le début de la fin pour *Bear Stearns*.

2.2.2.5. Intervention de la Fed

Mi-mars 2008, *Bear Stearns* a notifié la Fed (2014) que la banque faisait face à de graves problèmes de liquidités et qu'elle ne serait pas capable de remplir ses engagements le jour suivant. Afin de répondre rapidement à ce manque de liquidité, la Fed a étendu le crédit de *Bearn Stearns* à travers la banque *JP Morgan Chase*. Il s'agissait d'un prêt de \$12.9 milliards assuré par les actifs de *Bear Stearns* pour un montant de \$13.8 milliards (Fed, 2014). Le but étant de permettre à *Bear Stearns* de respecter ses engagements et de lui accorder un délai de courte durée pour trouver une solution afin d'éviter la faillite. En un week-end, le prêt fut remboursé à la Fed. Néanmoins, les agences de notations ont toutes dégradé la note de *Bear Stearns*. La

réaction des marchés ne s'est pas fait attendre : le cours de l'action à 30 dollars était au plus bas, il s'agissait d'une chute de 47 % (FCIC, 2011).

Le 14 mars 2008, la Fed et la banque *JP Morgan Chase* ont élaboré un plan pour garantir le rachat de *Bear Stearns* par cette dernière. Puisqu'il s'agissait d'une banque d'investissement et non pas d'une institution de dépôt, la Fed a justifié son intervention par l'existence de conditions "*unusual and exigent*". Afin de faciliter le rachat de *Bear Stearns* par *JP Morgan Chase*, la société à responsabilité limitée *Maiden Lane LLC* a été créée dans le but d'acquérir les actifs les moins liquides (Fed, 2014). C'est ainsi que \$29.97 milliards de titres ont été retirés du portefeuille de *Bear Stearns* pour être logés dans la société *Maiden Lane LLC* grâce à un prêt d'environ \$28.82 milliards de la Fed (FCIC, 2011). Quant à *JP Morgan Chase*, la banque a effectué un prêt subordonné au prêt de la Fed équivalent à \$1.15 milliards à *Maiden Lane LLC*. Ainsi, *JP Morgan Chase* s'est engagée à fournir une protection aux crédits en absorbant les premiers \$1.15 milliards de pertes du portefeuille. *JP Morgan Chase* a indiqué un prix de 2 dollars l'action (Prager, 2013). Après de nombreuses protestations de la part des actionnaires, le cours a été haussé à 10 dollars.

2.2.3. Leçons tirées de la chute de *Bear Stearns*

2.2.3.1. Effet de levier excessif et liquidités insuffisantes

La dépendance croissante au marché à court terme a rendu *Bear Stearns* plus vulnérable au risque de liquidité. En ce qui concerne l'ensemble des cinq plus grandes banques d'investissement américaines, le ratio moyen de l'effet levier a atteint 30.2 en 2007 alors qu'il était à 21.7 en 2003 (Bergstresser et al., 2009 ; Kensil & Margraf, 2012). *Bear Stearns* avait un ratio de levier au-dessus de la moyenne des cinq autres banques d'investissement, qui atteignait presque 34 en 2007. En 2008, ce ratio a atteint 38 selon la Commission d'enquête sur la crise financière (2011). Comme cela a été expliqué dans la section 5.3., les deux aspects de l'effet de levier doivent être considérés, c'est-à-dire lorsque l'effet est positif ou négatif. À l'instar de *Bear Stearns*, il a été reproché à de nombreuses institutions de recourir à un effet de levier excessif sans considérer le revers en cas de défaut d'un des intervenants, ce qui amplifie les pertes. Le problème lié à cet effet de levier excessif était l'incapacité de contrôle en cas d'impact négatif sur les marchés auxquels était fortement exposé *Bear Stearns*. De plus,

le manque de liquidités pour faire face aux chocs financiers a d'autant plus affecté la banque.

Dans le but de réduire le ratio de levier, *Bear Stearns* a eu recours à une méthode permettant d'alléger brièvement son bilan (FCIC, 2011) ; ainsi, à chaque fin de trimestre, la banque vendait certains actifs qu'elle rachetait ensuite au début de chaque trimestre. Le but était de réduire le ratio de levier pour afficher un bilan plus léger pour une courte période aux yeux des créditeurs et des agences de notation.

2.2.3.2. Surexposition au marché des prêts hypothécaires et marchés de titrisation

Durant les années qui ont précédé la crise, *Bear Stearns* n'a cessé d'augmenter ses investissements dans des produits dérivés, plus particulièrement son exposition dans les titres hypothécaires complexes. En 2005, le portefeuille de produits dérivés comptait \$5.5 trillions, puis, en 2006, il se chiffrait à \$8.7 trillions, et en 2007, la banque a atteint un niveau de \$13.4 trillions (FCIC, 2011).

Le bilan de *Bear Stearns* était rempli de valeurs mobilières de niveau 3 ; il s'agit d'actifs à la fois illiquides et difficiles à valoriser. Lors du premier quadrimestre de l'année 2008, le montant de ce type d'actifs a atteint 9.36 %, soit le pourcentage le plus élevé parmi les cinq plus grandes banques d'investissement américaines (Kensil & Margraf, 2012). De plus, la banque sécurisait ses prêts avec des titres adossés à des prêts hypothécaires dont la majorité était des actifs de niveau 3.

Au début de l'année 2008, les investisseurs se sont montrés de plus en plus réticents et suspicieux à l'égard de la banque. Ainsi, en février 2008, le bilan s'élevait à \$36.7 milliards de prêts hypothécaires, MBS et ABS, ce qui équivalait à une baisse de presque \$10 milliards depuis le mois de novembre. Parmi ces actifs, près de \$26 milliards étaient des *subprime*, *Alt-A* MBS, et CDO ; en d'autres termes, des titres de dettes complexes et risqués.

2.2.3.3. Too big to fail

L'intervention de la Fed dans l'acquisition de *Bear Stearns* par la banque *JP Morgan Chase* a suggéré le nombre grandissant d'institutions qui pourraient être considérées comme *too big to fail*, et le fait qu'il n'y a pas que les banques universelles qui sont concernées par ce phénomène. Les exemples des *cajas de ahorros* et de *Bear*

Stearns démontrent tous deux que les banques universelles sont loin d'être les seules structures à avoir été confrontées à des problèmes financiers durant la crise ; les banques spécialisées, les *hedge funds*, ont subi de plein fouet la crise financière de 2007-2008. En plus du phénomène *too big to fail*, il fallait considérer le fait d'être *too interconnected to fail*, qui était une source de risque systémique potentiel. Il ressort que les opérations sur les produits dérivés contribuaient à ces interconnexions ; or, comme mentionné plus haut, les produits dérivés composaient dans une large mesure le bilan de *Bear Stearns*.

Néanmoins, le fait que la Fed n'ait pas agi pour sauver la banque d'investissement américaine *Lehman Brothers* a quelque peu altéré l'argument des banques « trop grandes pour faire faillite ». Cependant, il est indéniable que la faillite de *Lehman Brothers* a eu des répercussions sur l'entière du système financier et fut, malgré tout, qualifiée de banque *too big to fail* à cause des effets systémiques sur l'ensemble de l'économie.

La crise a mis en lumière le besoin d'une supervision et d'une régulation adéquates pour les institutions considérées comme *too big to fail* et *too interconnected to fail*. C'est donc notamment en raison de ses multiples interconnexions avec les différents intervenants sur les marchés que *Bear Stearns* a pu être rachetée par la banque *JP Morgan Chase* avec le soutien de la Fed, la crainte d'un effet domino sur le reste de l'économie ayant été le principal motif de ce sauvetage.

2.2.3.4. Aléa moral

Il ne faut pas sous-estimer l'importance de l'aléa moral et de son impact sur les décisions prises par les autorités durant la crise. En 2008, six mois après le naufrage de *Bear Stearns*, le gouvernement américain a finalement décidé de pas sauver l'une des plus grandes banques d'investissement américaine, *Lehman Brothers*, qui a annoncé officiellement sa faillite le 15 septembre 2008 (Bagus et al., 2014). Le fait que la Fed ait laissé *Lehman Brothers* défaillir a suscité l'étonnement au sein de la sphère financière. Une question récurrente était présente dans les esprits de nombreux économistes et financiers : « Pourquoi avoir sauvé *Bear Stearns* et avoir laissé couler *Lehman Brothers* ? ». De plus, l'incompréhension face à cette faillite était renforcée par le fait que la seconde était perçue comme plus importante, compte tenu du fait qu'elle était la quatrième banque d'investissement américaine. Une des explications apportées était la

volonté d'empêcher la propagation d'une faillite d'une telle méga banque d'investissement et ses impacts inhérents sur le monde bancaire, notamment l'aléa moral. La faillite de *Lehman Brothers* était également attribuée au mauvais *timing*. Kensil et Margraf (2012) soutiennent l'argument que si *Bearn Stearns* a été sauvée, c'est parce que c'était la première institution bancaire notable à faillir ; elle aurait donc simplement bénéficié du fait de s'être effondrée en premier lieu. Quant à la banque *Lehman Brothers*, sa chute s'expliquerait par la volonté de la Fed de lutter contre l'aléa moral qu'aurait engendré son sauvetage (Ayotte & Skeel, 2010). En effet, la crainte était que le support apporté pour l'acquisition de *Bear Stearns* par *JP Morgan Chase* encourage l'aléa moral auprès des autres institutions bancaires américaines qui se seraient comportées de façon risquée, voire encore plus risquée, en sachant que dans le pire des cas, la Fed assurerait leurs arrières.

2.2.3.5. Mauvaise gestion des risques

L'incapacité ou le refus de l'entité à changer sa stratégie lorsqu'elle a perçu des signes précurseurs de la baisse du marché des prêts hypothécaire a démontré une certaine rigueur liée à la difficulté à s'adapter aux changements significatifs dans la gestion de l'établissement. *Bear Stearns* a poursuivi sa stratégie agressive lorsqu'elle a doublé les prêts hypothécaires entre 2005 et 2006 et a continué d'investir sur ce marché malgré les \$3 millions de pertes essuyés à cause des défaillances des emprunteurs (Reinhart, 2011).

Les hauts responsables n'ont pas indiqué assez tôt les signes de crise qui dénotaient une aggravation de la situation financière. Au lieu de tirer la sonnette d'alarme, *Bear Stearns*, comme bien d'autres sociétés, a tenté d'alléger son bilan pour transmettre une bonne image de sa situation financière. À plusieurs reprises, les agences de notation américaines *Standard and Poors*, *Moody's* et *Fitch*, ont attesté de la qualité de produits financiers qui étaient en réalité surévalués (FCIC, 2011). Beaucoup ont reproché la réaction trop tardive des agences de notation. C'est un cas parmi tant d'autres où l'indépendance et l'objectivité des agences de notation durant la crise ont été blâmées ; le modèle émetteur-payeur a été remis en cause en raison des conflits d'intérêts liés à ce dernier (Darbellay & Partnoy, 2012).

De plus, les *hedge funds* et la gestion liée à ces entités ont été pointés du doigt. Il est de notoriété publique que les *hedge funds* poursuivent diverses stratégies agressives,

complexes et risquées pour obtenir des rendements élevés. Une de leurs caractéristiques spécifiques concerne la rémunération des gérants de ces entités, qui comprend des frais de gestion de l'ordre de 1 à 2 % des actifs et une prime dite incitative qui tourne autour des 20 % des profits dégagés. C'est évidemment le deuxième type de compensation qui a été mis à mal compte tenu de l'incitation aux comportements risqués associée à des effets de levier élevés (Prager, 2013). Comme cela a été souligné plus haut, le recours à un effet de levier excessif était une des causes de la faillite des deux *hedge funds* gérés par BSAM.

2.2.3.6. Manque de régulation et supervision

Par la suite, la SEC a vivement été critiquée pour ne pas avoir conduit *Bear Stearns* à réduire leur effet de levier et leur exposition au marché des prêts hypothécaires en dépit des nombreux éléments qui auraient dû être identifiés comme des déclencheurs de crise (FCIC, 2011). Lorsque *Bear Stearns* a signalé sa première perte s'élevant approximativement à \$370 millions durant le quatrième trimestre 2007, la SEC a assuré que les liquidités de la banque étaient toujours stables. La SEC a réitéré ses affirmations quant à la situation financière de la banque.

2.2.4. Conclusions

La crise des prêts hypothécaires *subprimes* a entraîné des conséquences sur l'entière du système financier. *Bear Stearns* est un cas parmi de multiples institutions financières qui ont été négativement impactées par le déclin de ce marché, compte tenu de leur exposition élevée qui était illustrée à travers des montants importants de titres adossés à ces prêts hypothécaires. De plus, le ratio de levier élevé a amplifié les pertes de *Bear Stearns*. Dans un climat de doute, l'aversion au risque des investisseurs a augmenté progressivement en parallèle avec les rumeurs qui s'étendaient sur les marchés financiers quant aux difficultés financières rencontrées par l'établissement. Compte tenu de la mauvaise gestion des risques, la banque *Bear Stearns* n'est pas parvenue à réagir promptement aux signes avant-coureurs de la dégradation des conditions du système financier. Devenue de plus en plus dépendante au financement via le marché interbancaire, la banque s'est trouvée dans l'incapacité de trouver des

alternatives de financement suffisantes pour parer les chocs financiers lorsque celui-ci a commencé à montrer des signes de faiblesses.

Ainsi, *Bear Stearns* a été la première banque d'investissement américaine à avoir été sur le point d'être mise en faillite. Deux possibilités s'offraient alors à *Bear Stearns* : la faillite ou le rachat. Afin d'éviter un effet de contagion sur le reste de l'industrie bancaire, la Fed a donc décidé de venir en aide à *Bear Stearns* en facilitant l'acquisition de l'établissement par la banque américaine *JP Morgan Chase*.

Néanmoins, le sauvetage de la banque a eu des répercussions sur le système financier tout entier. Certains économistes entrevoient la chute de *Bear Stearns* comme l'élément déclencheur des faillites d'autres institutions financières qui sont survenues par la suite. La première raison souvent avancée est que la chute de *Bear Stearns* a déclenché la suspicion des investisseurs envers les institutions financières. Ensuite, d'autres allient l'effondrement de la banque d'investissement *Lehman Brothers*, des deux agences sponsorisées par le gouvernement américain *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, et de la société d'assurance américaine *AIG*, et d'autres, au phénomène des institutions *too big to fail* qui est lui-même fortement corrélé à l'aléa moral. En d'autres termes, il s'agit de la garantie implicite de l'État dont bénéficient les institutions financières considérées trop grandes et trop interconnectées pour faire faillite, et qui incite à la prise de risques excessifs (ou, du moins, ne la freine pas). Enfin, les régulateurs et les agences de notation ont été désignés comme des acteurs déterminants dans la crise financière en raison de leur laxisme et leurs réactions tardives ; tous deux ont déclaré à plusieurs reprises que la situation financière de *Bear Stearns* était stable alors que cette dernière s'affaiblissait de jour en jour.

La décision des autorités américaines de ne pas être venues en aide à la banque d'investissement *Lehman Brothers* après les sauvetages de *Bear Stearns*, des deux agences sponsorisées par le gouvernement américain et de la société d'assurance américaine *AIG*, a semé la panique sur les marchés financiers en nourrissant l'incertitude des investisseurs quant à la stabilité du contexte économique. La croyance que la Fed interviendrait auprès d'institutions financières d'une certaine importance a été alimentée par le sauvetage des établissements cités ci-dessus et par l'élaboration de facilités de crédit, tels que le TSLF. Néanmoins, la faillite de *Lehman Brothers* a fondamentalement changé la perception des acteurs du marché concernant les filets de sécurité installés pour protéger les créiteurs.

La presque faillite de *Bear Stearns* constitue un second exemple illustrant le fait que le modèle de banque d'investissement ne s'en est pas forcément mieux tiré que le modèle de banque universelle durant la crise financière et économique de 2007-2008. D'autres institutions financières que les banques universelles peuvent entrer dans la catégorie des établissements *too big to fail* et engendrer potentiellement des risques systémiques, de sorte que leur sauvetage est presque inenvisageable. Par conséquent, ce n'est pas la séparation des activités bancaires qui s'avère être la solution puisque les banques universelles, tout comme les banques spécialisées, ont démontré leurs faiblesses durant la crise. Le problème réside dans la régulation et la supervision des institutions financières en général et de la mauvaise gestion des risques afin de prévenir et de gérer de façon optimale le redressement ou la résolution de ces établissements en cas de crise.

2.3. Commentaires

Ces deux études de cas sont basées sur deux modèles bancaires distincts : les caisses d'épargne et les banques d'investissement. Malgré leurs spécificités, elles conduisent à la même conclusion, quel que soit le *business model*, il semble que leurs limites aient été atteintes durant la crise financière qui s'est déclenchée en 2007.

Au bout du compte, il ressort que ce n'est pas le modèle bancaire qui est à remettre en cause mais plutôt la gestion des risques ainsi que la régulation et la surveillance de ces entités. Toutes deux ont sous-estimé les risques lorsqu'elles ont essuyé leurs premières pertes, pensant qu'il s'agissait d'un contexte économique défavorable temporaire qui retournerait rapidement à la normale. Cependant, lorsque la crise a éclaté, aucune de ces institutions n'était parée à faire face aux problèmes engendrés par la crise. Ainsi, qu'il s'agisse de banques universelles ou de banques spécialisées, le modèle bancaire n'apparaît pas comme la cause essentielle de leur défaillance. Par conséquent, une séparation des activités bancaires telles qu'envisagées par de nombreux régulateurs ne constituerait la solution la plus appropriée pour rendre plus résilientes les banques. Le problème réside plutôt dans leur gestion des risques, leur régulation, et leur surveillance, il faut voir au-delà de la structure intrinsèque des banques.

Bien entendu, il faut être prudent quant à l'extrapolation de ces deux études de cas à l'ensemble des institutions financières qui se sont trouvées en difficulté lors de la crise financière de 2007-2008, il faudrait mener davantage d'analyses sur d'autres banques et approfondir le sujet, cependant, cela n'est pas possible dans ce présent mémoire. Néanmoins, il ressort que ces deux études de cas corroborent généralement avec les conclusions tirées de la revue de littérature permettant d'affirmer qu'une séparation des activités bancaires ne constituent pas l'élément clef pour restaurer la stabilité financière et rendre le système financier plus résilient.

III. CONCLUSION GÉNÉRALE

Le présent mémoire a tenté de déterminer les tenants et aboutissants d'une réforme structurelle des banques relative à la séparation des activités des banques de dépôt et des activités des banques d'investissement, et si cette séparation contribuerait à la stabilité du système financier.

La crise financière et économique de 2007-2008 a chamboulé l'entière du système en mettant à mal la stabilité financière, ce qui a contraint les autorités et les régulateurs à reconsidérer sa structure, sa surveillance et sa régulation. Dans la première partie du mémoire, la revue de littérature a permis de mettre en lumière les changements qu'a subis le système financier, et qui ont contribué à la crise récente. Il en ressort que les différents *business model* des banques, que ce soit la banque de dépôt, la banque d'investissement, ou encore la banque universelle, ont tous subi les mutations du système financier et ont dû s'adapter à ce nouvel environnement. Ces mutations représentent des facteurs interconnectés qui ont incité les banques à diversifier leurs activités et à prendre plus de risques, tels que la transition vers le modèle *originate-to-distribute*, les banques *too big to fail*, le recours excessif à l'effet de levier, l'essor du processus de titrisation, le développement du *shadow banking*, et l'accroissement du risque systémique. Les banques ont donc étendu leurs activités et ont commencé à mener des activités plus risquées permettant d'enregistrer des rendements plus élevés que ce que pouvaient offrir leurs activités traditionnelles. Cela s'est traduit par des investissements dans des produits financiers issus du processus de titrisation et par l'expansion des activités hors bilan des banques, ces activités plus risquées et plus complexes mettent en exergue le besoin d'une meilleure compréhension de ces mécanismes et d'une meilleure gestion des risques.

À l'issue de la crise, une multitude de projets de réformes ont été envisagés afin de prévenir la survenance d'une prochaine crise en rendant les banques plus résilientes aux chocs financiers. C'est ainsi que le débat sur la séparation bancaire a refait surface. Les objectifs visés par les différents projets de réformes sur la structure des banques sont multiples, cependant, de nombreux obstacles pourraient freiner leurs effets désirés tels que leur complexité et leurs coûts d'implémentation qui peuvent paraître disproportionnés par rapport aux bénéfices estimés. Il s'avère que les réglementations prônant la séparation des activités bancaires sont arrivées trop tard par rapport à

l'éclatement de la crise, car le système bancaire est à présent plus robuste qu'à cette époque et l'environnement est en perpétuel changement. Il ressort des trois propositions évoquées dans ce mémoire – la règle *Volcker*, le rapport *Vickers*, et le rapport *Liikanen* – qu'aucune n'a complètement aboli le modèle de banque universelle à travers la séparation bancaire, contrairement au *Glass-Steagall Act* promulgué aux États-Unis en 1933, opérant une séparation stricte et totale des banques de dépôt et des banques d'investissement (Crawford, 2011). Le maintien des activités bancaires au sein d'une même entité se justifierait par l'avantage le plus évident qu'offrent les banques universelles, à savoir la diversification du risque. De plus, la séparation conduirait à la perte de sophistication des banques, qui ne seraient dès lors plus aptes à répondre aux besoins des consommateurs et ne seraient plus en mesure de faire face à la concurrence. C'est en partie pour ces raisons que le *Glass-Steagall Act*, promulgué en 1933, a été abrogé par le *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, mettant ainsi fin à la séparation des banques américaines.

Le fait que ces réglementations soient pensées de façon indépendante les unes des autres peut constituer un obstacle au *level playing field* en créant des distorsions de concurrence par rapport aux banques pour lesquelles la séparation s'applique. À ce jour, malgré les progrès en la matière, les cadres de réglementation et de surveillance restent fragmentés. Les réglementations doivent être appréhendées comme un système global, à travers une coopération internationale et une coordination accrue entre les autorités de surveillance. Il y a une nécessité de converger vers des normes internationales uniformes. Cela constitue un des plus grands défis en raison de l'hétérogénéité qui subsiste entre les institutions de chaque pays et les différentes mesures déjà mises en place. Néanmoins, le temps de réaction pourrait être encore plus long par le nombre d'organes mis en place subordonnés à des autorités supérieures, c'est le cas par exemple avec la BCE désignée comme le superviseur prudentiel des établissements bancaires de la zone euro et des pays participant au MSU dans le cadre de l'Union bancaire.

Ensuite, dans la seconde partie du mémoire, une approche plus pratique a été abordée à travers deux études de cas reflétant deux modèles bancaires distincts : les caisses d'épargne espagnoles, les *cajas de ahorros* et la banque d'investissement américaine *Bear Stearns*. Ces deux analyses ont souligné certaines faiblesses qui ne peuvent pas être attribuées exclusivement aux banques universelles, puisqu'il s'agit de banques spécialisées. Tant les banques spécialisées que les banques universelles combinant différentes activités bancaires sous le même toit ont montré leurs limites

durant la crise. De ce fait, la séparation des activités de banques de dépôts et des banques d'investissement apparaît comme une solution faussement efficace à la stabilité et à la résilience du système financier, car elle ne touche pas au cœur du problème ; au-delà de la structure des banques, il faut notamment prendre en compte les éléments qui gravitent autour du système financier, tels que les réglementations, la supervision, et la mise en place de procédures efficaces de gestion de crises.

L'établissement d'une réglementation efficace et uniforme à l'échelle mondiale constitue un objectif très ambitieux. Après la crise de 2007, les projets de réglementation prétendant à réformer le système bancaire se sont multipliés. Le problème associé à la plupart de ces projets est leur complexité, qui rend difficile leur mise en œuvre et peut freiner leur efficacité théorique. C'est pourquoi il est nécessaire non pas de créer plus de réglementations, mais de s'atteler à une réglementation simple et aisément applicable. Bien qu'il y ait encore un long chemin à parcourir, les accords de Bâle III publiés en 2010 constituent une avancée significative en matière de réglementation macroprudentielle et de régulation financière, en exigeant des institutions bancaires des pratiques plus sûres et plus encadrées tout en augmentant leur capacité à gérer les risques. Cependant, étant donné le temps nécessaire relatif à la mise en place de ces mesures, il est intéressant de se questionner sur leur pertinence dans un avenir futur, seront-elles toujours adéquates à ce contexte très versatile ? La séparation bancaire, quant à elle, ne semble pas constituer une réponse capable de prévenir une future crise financière.

IV. BIBLIOGRAPHIE

- Adrian, T. (2014). *Financial stability policies for shadow banking*. En ligne http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr664.pdf, consulté le 15 juin 2015
- Al Mamun, A., Hassan, K., & Lai, V. (2004). The impact of the Gramm-Leach-Bliley act on the financial services industry. *Journal of Economics and Finance*, 28(3), 333-347.
- Allen, F., & Carletti, E. (2013). What is systemic risk?. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 45(1), 121-127. doi:10.1111/jmcb.12038
- Allen, F., Beck, T., & Carletti, E. (2013). Banques en Europe : conséquences des récentes réformes réglementaires. *Revue D'économie Financière*, 112(4), 21-36. doi:10.3917/ecofi.112.0021
- Ahn, J.-H., & Breton, R. (2010). Titrisation, concurrence et rente bancaire. *Revue Économique*, 61(3), 431-439. doi:10.3917/reco.613.0431
- Artus, P., Betbèze, J.-P., de Boissieu, C., & Capelle-Blancard, G. (2008). *La crise des subprimes*. En ligne <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/078.pdf>, consulté le 8 mars 2015
- Atkinson, P., & Blundell-Wignall, A. (2010). Thinking beyond Basel III: necessary solutions for capital and liquidity. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2010(1), 1-23.
- Ayotte, K., & Skeel, D. (2010). Bankruptcy or bailouts?. *The Journal of Corporation Law*, 35(3), 469-498.
- Bagus, P., Julián, J., & Neira, M. (2014). A free market bailout alternative?. *European Journal of Law and Economics*, 37(3), 405-419. doi:10.1007/s10657-012-9342-3
- Banco de España. (2010). *Structure and evolution of credit institutions under Banco de España supervision*. En ligne http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/10/Structure_and_evolution_of_credit_institutions.pdf, consulté le 25 juin 2015

Banque Nationale de Belgique [BNB]. (2013). *Réformes bancaires structurelles en Belgique : rapport final*. En ligne <https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2013/structuralbankingreformsfr.pdf>, consulté le 31 mai 2015

Barnier, M. (2014). *Conférence de presse – Réforme structurelle du secteur bancaire*. En ligne http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-77_fr.pdf, consulté le 29 mai 2015

Benink, H. (2002). The road towards Basel 3. *Journal of International Banking Regulation*, 4(2), 103-106.

Ber, H., Yafeh, Y., & Yosha, O. (2001). Conflict of interest in universal banking: bank lending, stock underwriting, and fund management. *Journal of Monetary Economics*, 47(1), 189-218. doi:10.1016/s0304-3932(00)00051-9

Bergstresser, D., Lane, D., & Rose, C. (2009). The tip of the iceberg: JP Morgan Chase and Bear Stearns (A). *Harvard Business School*, 9-309-001.

Bernanke, B. (2008). *Speech by Ben S. Bernanke at the Federal Reserve Bank of Kansas City's annual economic symposium, Jackson Hole, Wyoming: reducing systemic risk*. En ligne <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080822a.htm>, consulté le 10 juillet 2015

Bessis, J. (2002). *Risk management in banking*. Chichester, United Kingdom: John Wiley.

Bord, V., & Santos, J. (2012). *The rise of the originate-to-distribute model and the role of banks in financial intermediation*. En ligne <http://www.newyorkfed.org/research/epr/12v18n2/1207bord.pdf>, consulté le 2 juillet 2015

Borio, C. (2009). L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financière. *Revue de la stabilité financière*, 13(1), 35-46.

Bouguerra Gentile, F. (2012). Les réformes européennes du cadre législatif des agences de notation à la suite de la crise des subprimes. *La Revue des Sciences de Gestion*, 254(2), 23-30. doi:10.3917/rsg.254.0023

Bourguinat, H., Teiletche, J., & Dupuy, M. (2007). *Finance internationale*. Paris : Dalloz.

- Boutillier, S. (2013). La crise de 1929 ou la leçon non apprise de l'histoire. *Marché Et Organisations*, 19(3), 13-30. doi:10.3917/maorg.019.0013
- Breton, R., Pinto, C., & Weber, P.-F. (2012). Les banques, l'aléa moral et la dette publique. *Revue de la stabilité financière*, 16(1), 63-78.
- Bülbül, D., Schmidt, R., & Schüwer, U. (2013). Les caisses d'épargne et les banques coopératives en Europe. *Revue D'économie Financière*, 111(3), 159-188. doi:10.3917/ecofi.111.0159
- Carles Maixé-Altés, J. (2010). Competition and choice: banks and savings banks in Spain. *Journal of Management History*, 16(1), 29-43. doi:10.1108/17511341011008296
- Castillo, J. (2013). Le système bancaire espagnol : du mirage au désastre. *Revue D'économie Financière*, 111(3), 139. doi:10.3917/ecofi.111.0139
- Chance, D. (2003). *Analysis of derivatives for the CFA program*. Charlottesville, Va.: Association for Investment Management and Research.
- Chow, J., Erbenova, M., Narain, A., Pazarbasioglu, C., Surti, & Viñals, J. (2013). Creating a safer financial system: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural measures help?. *IMF Staff discussion note*.
- Claessens, S., & Ratnovski, L. (2014). *What is shadow banking?*. En ligne <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1425.pdf>, consulté le 26 juin 2015
- Clerc, L. (2013). Le shadow banking en Europe. *Revue D'économie Financière*, 109(1), 17. doi:10.3917/ecofi.109.0017
- Cobbaut, R. (2013). *Faut-il rétablir la scission bancaire ?*. En ligne http://www.scinderlesbanques.be/IMG/pdf/scission_bancaire_roosevelt_-_analyse_robert_cobbaut.pdf, consulté le 25 juin 2015
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2006). *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*. En ligne <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>, consulté le 20 juin 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2010). *Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*. En ligne http://www.bis.org/publ/bcbs189_fr.pdf, consulté le 2 juin 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2011). *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. En ligne <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>, consulté le 30 mai 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2012). *A framework for dealing with domestic systematically important banks*. En ligne <http://www.bis.org/publ/bcbs224.pdf>, consulté le 10 juillet 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2013). *Structural bank regulation initiatives: approaches and implications*. En ligne <http://www.bis.org/publ/work412.pdf>, consulté le 22 février 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2013). *Le cadre réglementaire : assurer l'équilibre entre sensibilité au risque, simplicité et comparabilité*. En ligne http://www.bis.org/publ/bcbs258_fr.pdf, consulté le 11 juillet 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2014). *A brief history of the Basel Committee*. En ligne <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>, consulté le 31 mai 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2014). *Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements*. En ligne <http://www.bis.org/publ/bcbs270.pdf>, consulté le 2 juillet 2015

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire [CBCB]. (2014). *La mise en œuvre des normes de Bâle : rapport aux dirigeants du G20 sur la mise en œuvre des réformes réglementaires Bâle III*. En ligne http://www.bis.org/bcbs/publ/d299_fr.pdf, consulté le 7 juillet 2015

Comité européen de risque systémique [CERS]. (n.d.). *Mandat, objectifs, et missions*. En ligne <https://www.esrb.europa.eu/about/tasks/html/index.fr.html>, consulté le 10 juillet 2015

Commission d'enquête sur la crise financière [FCIC]. (2011). *The Financial crisis inquiry report: final report on the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*. En ligne <http://fcic->

static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf, consulté le 26 mai 2015

Commission européenne. (2014). *Règlement délégué (UE) n° 604/2014 de la Commission du 4 mars 2014 complétant la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne les critères qualitatifs et quantitatifs appropriés permettant de recenser les catégories de personnel dont les activités professionnelles ont une incidence significative sur le profil de risque d'un établissement*. Journal officiel de l'Union européenne. En ligne <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0604&from=FR>, consulté le 10 juillet 2015

Commission européenne. (2014). *Réformes structurelles du secteur bancaire européen (Suivi du rapport Liikanen)*. En ligne http://ec.europa.eu/finance/bank/structural-reform/index_fr.htm, consulté le 27 mai 2015

Commission européenne. (2014). *L'union bancaire, pour restaurer la stabilité financière de la zone euro*. En ligne http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/banking-union/banking-union-memo_fr.pdf, consulté le 10 juillet 2015

Conseil de stabilité financière [CSF]. (2014). *Global shadow banking monitoring report 2014*. En ligne http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf?page_moved=1, consulté le 23 juin 2015

Crawford, C. (2011). The repeal of the Glass-Steagall Act and the current financial crisis. *Journal of Business & Economics Research*, 9(1), 127-133.

Darbellay, A., & Partnoy, F. (2012). Agences de notation et conflits d'intérêts. *Revue D'économie Financière*, 105(1), 309-318. doi:10.3917/ecofi.105.0309

de Larosière, J. (2009). *The high-level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière: report*. En ligne http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf, consulté le 29 mai 2015

de Vauplane, H. (2012). Au-delà du système bancaire. Réguler le shadow banking : les propositions européennes...et les autres. *Revue Banque*, 751, 82-85.

- Dermine, J. (2015). Basel III leverage ratio requirement and probability of bank runs. *Journal of Banking & Finance*, 53, 266-277. doi:10.1016/j.jbankfin.2014.12.007
- Dietsch, M., & Petey, J. (2011). Faut-il réglementer distinctement les différentes activités bancaires ?. *Revue D'économie Financière*, 101(1), 129-146. doi:10.3917/ecofi.101.0129
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. (2010). *111th United States Congress. Public Law 111-203*. En ligne <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>
- Douglas, L. (2008). *Finance as social science. The subprime example*. En ligne http://web-docs.stern.nyu.edu/salomon/docs/CreditRisk2008/dlucas_2008.pdf, consulté le 10 juillet 2015
- Eggert, W., & Nguyen, T., & Shlomo, J. (2013). Regulation of remuneration policy in the financial sector. Evaluation of recent reforms in Europe. *Qualitative Research in Financial Market*, 5(3), 256-269. doi:10.1108/QRFM-02-2012-0009
- Federal Insurance Deposit Insurance Corporation [FDIC]. (1997). *Chapter 4: The savings and loan crisis and its relationship to banking*. En ligne, https://www.fdic.gov/bank/historical/history/167_188.pdf, consulté le 5 juillet 2015
- Federal Deposit Insurance Corporation [FDIC]. (2015). *The FDIC and the banking industry: perspective and outlook*. En ligne <https://www.fdic.gov/about/strategic/strategic/bankingindustry.html>, consulté le 29 juin 2015
- Federal Reserve Bank of Dallas. (2013). *Savings and loan crisis*. En ligne <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/42>, consulté le 5 juillet 2015
- Federal Reserve Bank of New York. (2012). *Staff reports: Shadow banking*. En ligne http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.pdf, consulté le 25 mai 2015
- Federal Reserve System. (2014). *Bear Stearns, JPMorgan Chase, and Maiden Lane LLC*. En ligne http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm, consulté le 28 juin 2015

- Finance Watch. (2013). *The importance of being separated*. En ligne <http://www.finance-watch.org/presse/communiqués-de-presse/585-separation-activités-bancaires-rapport?lang=fr>, consulté le 10 mai 2015
- Finance Watch. (2014). *Le problème du too-big-to-fail dans l'UE*. En ligne <http://www.finance-watch.org/notre-travail/publications/913-tbtf-note-fw-fr?lang=fr>, consulté le 10 mai 2015
- Flamée, M., & Windels, P. (2009). Restructuring financial sector supervision: creating a level playing field. *The Geneva Papers on Risk and Insurance Issues and Practice*, 34(1), 9-23. doi:10.1057/gpp.2008.36
- Fleming, M., Hrunge, W., & Keane, F. (2009). The term securities lending facility: origin, design, and effects. *Federal Reserve Bank of New York current issues*, 15(2), 1-11.
- Fonds Monétaire International [FMI]. (2006). *IMF staff country reports: Spain – Financial sector assessment program – Technical note – Regulation, supervision, and governance of the Spanish cajas*. doi: <http://dx.doi.org/10.5089/9781451812183.002>
- Fonds Monétaire International [FMI]. (2012). *Spain: The reform of Spanish savings banks technical notes*. En ligne <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12141.pdf>, consulté le 2 juillet 2015
- Friedland, J. (2009). The subprime and financial crises. *International Journal of Disclosure and Governance*, 6(1), 40-57. doi:10.1057/jdg.2008.23
- Gambacorta, L., & van Rixtel, A. (2013). *Structural bank regulation initiatives: approaches and implications*. *BIS working papers*. N° 412. En ligne <http://www.bis.org/publ/work412.pdf>, consulté le 10 juin 2015
- Gerding, E. (2011). Credit derivatives, leverage and financial regulation's missing macroeconomic dimension. *Berkeley Business Law Journal*, 8(3), 29-73.
- Gou, M., Komai, A., Park, D., & Richardson, G. (2013). *Stock market crash of 1929*. En ligne <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/74>, consulté le 14 juillet 2015
- Grande, M. (2011). Le comité européen du risque systémique : l'approche européenne du risque systémique. *Revue D'économie Financière*, 101(1), 175-192. doi:10.3917/ecofi.101.0175

- Grifell-Tatjé, E., & Knox Lovell, C. (1996). Deregulation and productivity decline: the case of Spanish savings banks. *European Economic Review*, 40, 1281-1303.
- Hasan, I., Knox Lovell, C., Kumbhakar, S., & Lozano-Vivas, A. (2001). The effects of deregulation on the performance of financial institutions: the case of Spanish savings banks. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(1), 101-120.
- Hevener, C., & Smith, M. (2011). Subprime lending over time: the role of race. *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 321-344. doi:10.1007/s12197-011-9220-9
- Illing, M., & Paulin, G. (2005). Basel II and the cyclicalities of bank capital. *Canadian Public Policy / Analyse de Politiques*, 31(2), 161-180. doi:10.2307/3552627
- Independent Commission on Banking. (2011). *Final report recommendations*. En ligne http://www.ecgi.org/documents/icb_final_report_12sep2011.pdf consulté le 20 juin 2015
- Institut de la finance internationale. (2012). « *Shadow banking* »: *a forward-looking framework for effective policy*. En ligne <https://www.iif.com/files/iifshadowbankingpaper06012012pdf>, consulté le 22 février 2015
- Institut de la finance internationale. (2014). *Achieving banking resolution in practice. Are we nearly there yet?*. En ligne https://www.iif.com/system/files/achieving_bank_resolution_in_practice_0914.pdf, consulté le 29 mai 2015
- Jarrow, R. (2007). A critique of revised Basel II. *Journal of Financial Service Research*, 32(1-2), 1-16. doi:10.1007/s10693-007-0006-3
- Jeffers, E., & Plihon, D. (2012). Le shadow banking system et la crise financière. *Cahiers français*, 375(1), 50-57.
- Jeffers, E. (2013). Banking deregulation and the financial crisis in the US and France. *Comparative Economic Studies*, 55(3), 479-500. doi:10.1057/ces.2013.13
- Jobst, A. (2008). What is securitization?. *Finance & Development*, 48-49.

- Karyotis, C. (2014). Finance globalisée, dérèglement du monde. *L'expansion Management Review*, 155(4), 117-122. doi:10.3917/emr.155.0117
- Kensil, S., & Margraft, K. (2012). The advantage of failing first: Bear Stearns v. Lehman Brothers. *Journal of Applied Finance*, 22(2), 60-76.
- Klein, M. (2001). The stock market crash of 1929: a review article. *Business History Review*, 75(2), 325-351. doi:10.2307/3116648
- Kraatz, M., & Moore, J. (2011). Governance form and organizational adaptation: lessons from the savings and loan industry in the 1980s. *Organization Science*, 22(4), 850-868. doi:10.1287/orsc.1100.0579
- Labonte, M. (2013). Systemically important or “too big to fail” financial institutions. *Journal of Current Issues in Finance*, 6(1), 39-96.
- Labye, A. (2013). Quel avenir pour la banque universelle ? Une analyse empirique appliquée à la zone euro. *L'Actualité économique*, 89(1), 57-86. doi:10.7202/1024317ar
- Lepetit, L. (2003). Banques universelles et participations des banques dans le capital des entreprises. *Revue Économique*, 54(4), 857-885. doi:10.3917/reco.544.0857
- Li, S., Madura, J., & Richie, N. (2013). Bond market response to the collapse of prominent investment banks. *The Financial Review*, 48(1), 645-670.
- Li, L., & Mizrach, B. Tail return analysis of Bear Stearns credit default swaps. *Economic Modelling*, 27(6), 1529-1536. doi:10.1016/j.econmod.2010.07.023
- Liang, N. (2013). Systemic risk monitoring and financial stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 45(1), 129-135.
- Liikanen, E. (2012). *Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'UE présidé par Erkki Liikanen : rapport final*. En ligne http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_fr.pdf, consulté le 3 juin 2015

- Luck, S., & Schempp, P. (2014). *Banks, shadow banking, and fragility*. Working paper series. N° 1726. En ligne <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1726.pdf>, consulté le 3 juillet 2015
- Marín Hernández, S., Gras Gil, E., & Renard, M. (2011). *Financial information and restructuring of Spanish savings banks in a context of crisis. Changes in the regulation; content and evolution of FROB*. En ligne http://www.ciriec-revistaeconomia.es/banco/7305_Marin_et_al.pdf, consulté le 2 juillet 2015
- Martin-Aceña, P. (2013). *The savings banks crisis in Spain: when and how?* En ligne <http://www.savings-banks.com/SiteCollectionDocuments/Martin-AcenaWeb.pdf>, consulté le 10 juillet 2015
- Mashini, J.-A. (2014). *L'essai manqué du démantèlement du modèle de banque universelle* (Mémoire de master). Université catholique de Louvain, Louvain-la-Neuve.
- McKinsey Global Institute. (2010). *Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economics consequences*. En ligne http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/debt_and_deleveraging_the_global_credit_bubble_update, consulté le 3 juillet 2015
- Mishkin, F. (2010). *Monnaie, banque et marchés financiers*. Paris: Pearson Éducation France.
- Neal, L., & García-Iglesias, M. (2013). The economy of Spain in the euro-zone before and after the crisis of 2008. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(4), 336-344. doi:10.1016/j.qref.2013.01.002
- Nouy, D. (2013). Les risques du shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire. *Revue D'économie Financière*, 109(1), 221-238. doi:10.3917/ecofi.109.0221
- Ondo-Ndong, S., & Rigot, S. (2010). Le contrôle du levier agrégé. Un nouveau défi pour les autorités de supervision. *Revue économique*, 61(3), 451-461.
- Organisation de coopération et de développement économique. [OCDE]. (2010). Minimiser les risques de déséquilibre au sein du système bancaire européen. *Études économiques de l'OCDE*, 20(1), 137-181.

- Pauget, G. (2009). Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ? *Revue de la stabilité financière*, 13(1), 125-130.
- Prager, J. (2013). The financial crisis of 2007/8: misaligned incentives, bank mismanagement, and troubling policy implications. *Economics, Management, and Financial Markets*, 8(2), 11-56.
- Préfontaine, J. (2013). Implications of Basel III for capital, liquidity, profitability, and solvency of global systematically important banks. *The Journal of Applied Business Research*, 29(1), 157-166.
- Purnanandam, A. (2011). Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1881-1915. doi:10.1093/rfs/hhq106
- Reinhart, V. (2011). A year of living dangerously: the management of the financial crisis in 2008. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 71-90. doi:10.1257/jep.25.1.71
- Reinstein, A., & Steih, P. (1995). Implications of the savings and loan debacle: lessons for the banking industry. *Review of Business*, 17(1), 16-21.
- Rixen, T. (2013). Why regulation after the crisis is feeble: shadow banking, offshore financial centers, and jurisdictional competition. *Regulation & Governance*, 7(4), 435-549. doi:10.1111/regg.12024
- Royo, S. (2012). How did the Spanish financial system survive the first stage of the global crisis?. *Governance*, 26(4), 631-656. doi:10.1111/gove.12000
- Russo, D. (2010). Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponse des autorités. *Revue de la stabilité financière*, 14(1), 117-130.
- Salas, V., & Saurina, J. (2002). Credit risk in two institutional regimes: Spanish commercial and savings banks. *Journal of Financial Services Research*, 22(3), 203-224.
- Sarma, M. (2007). Understanding Basel norms. *Economic and Political Weekly*, 42(33), 3364-3367.

- Schildbach, J., & Speyer, B. (2013). La banque universelle : un modèle menacé malgré son succès. *Revue D'économie Financière*, 112(4), 125-158. doi:10.3917/ecofi.112.0125
- Schwerter, S. (2011). Basel III's ability to mitigate systemic risk. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 19(4), 337-354. doi:10.1108/13581981111182947
- Sobreira, R. (2004). Innovation financière et investissement : le cas de la titrisation. *Innovations*, 19(1), 115-129. doi:10.3917/inno.019.0115
- Sunderam, A. (2013). La croissance du shadow banking. *Revue D'économie Financière*, 109(1), 53-68. doi:10.3917/ecofi.109.0053
- U.S. Securities and Exchange Commission. (2013). *The investor's advocate: How the SEC protects investors, maintains market integrity, and facilitate capital formation*. En ligne <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, consulté le 19 mai 2015
- Van Oppens, H. (2014). *Marchés nationaux et internationaux. Chapter 4: Equity market*. Syllabus, Université catholique de Louvain.
- Williams Brown, O. (2010). Credit default swaps : quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ?. *Revue de la stabilité financière*, 14(1), 157-163.