

# Dans l'ombre des banques

André PRÜM

*Agrégé des facultés de droit de France  
Professeur à l'Université du Luxembourg  
Avocat au barreau de Luxembourg*

Pit RECKINGER

*Partner  
Elvinger, Hoss & Prussen*

## TABLE DES MATIÈRES

<b>Chapitre 1 – Importance du secteur bancaire parallèle . . . . .</b>	310
<b>Chapitre 2 – Forces motrices du secteur bancaire parallèle. . . . .</b>	315
<b>Chapitre 3 – Mécanique . . . . .</b>	317
Section 1 – Les fonctions répliquées . . . . .	317
Section 2 – Les techniques utilisées . . . . .	318
<b>Chapitre 4 – Dangers . . . . .</b>	323
Section 1 – Le risque de faillite des entités du secteur bancaire parallèle	323
Section 2 – Des effets de levier excessifs et occultes. . . . .	324
Section 3 – L'arbitrage réglementaire. . . . .	325
Section 4 – Le risque systémique et l'effet de contagion au secteur bancaire . . . . .	326
<b>Chapitre 5 – Remèdes . . . . .</b>	327
Section 1 – Mieux comprendre. . . . .	328
Sous-section 1 – Les acteurs . . . . .	328
Sous-section 2 – Les opérations . . . . .	329
Section 2 – Gérer les risques. . . . .	331
Sous-section 1 – Correction des effets pervers des instruments. . . . .	332
§ 1 – Fonds du marché monétaire (« <i>Money Market Funds</i> ») . . . . .	332

§ 2 – Prêts et mises en pension de titres . . . . .	334
Sous-section 2 – Amélioration du fonctionnement des marchés . . . . .	336
§ 1 – Marché des produits titrisés . . . . .	336
§ 2 – Contrepartie centrale pour pensions sur titres et dérivés . . . . .	338
Sous-section 3 – Réglementation des acteurs . . . . .	340
§ 1 – Contrôle direct du secteur parallèle . . . . .	340
§ 2 – Contrôle indirect du secteur parallèle . . . . .	343

À la veille de la grande crise financière, des économistes américains ont commencé à s'inquiéter que le financement des entreprises et des ménages – une fonction clé des banques – passe de plus en plus souvent par des circuits parallèles. Plutôt que de se retrouver dans les bilans de banques prêteuses, les risques des crédits se trouvent diffusés à travers les marchés financiers par des montages de plus en plus complexes, avec le résultat qu'il devient impossible d'en retrouver la trace ou même d'être rassuré que ceux qui finissent par les porter en soient pleinement conscients. En même temps, les établissements de crédit commencent à éprouver des difficultés croissantes à capter l'épargne dans des dépôts bancaires. Celle-ci est happée de plus en plus par des fonds mutuels du marché monétaire répliquant les caractéristiques de ces dépôts.

L'économiste Raghuram Rajan est crédité d'être l'un des premiers à attirer l'attention, dès 2005 lors d'une conférence organisée par la Réserve fédérale des États-Unis d'Amérique, sur ces développements et surtout sur les proportions prises par les activités de nature bancaire échappant au cadre réglementaire et prudentiel des banques<sup>1</sup>. Deux années plus tard, à l'occasion de la même série de conférences, Paul Mc Culley, un autre économiste américain, baptise le phénomène sous l'expression « *shadow banking* »<sup>2</sup>, terme aujourd'hui consacré pour désigner le vaste segment de l'intermédiation financière accomplie en dehors des bilans des banques commerciales réglementées et des autres institutions de dépôt<sup>3</sup>.

La crise financière, déclenchée l'année suivante aux États-Unis avec la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers, a porté les dangers de

<sup>1</sup> ST. CLAESSENS, Z. POZSAR, L. RATNOVSKI et M. SINGH, *Shadow Banking: Economics and Policy Influence*, Washington, International Monetary Fund (IMF), Staff Discussion Note, 4 December 2012, p. 5 (SDN/12/12); Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT, H. BOESKY, « Shadow Banking », *FRBNY Economic Policy Review*, (forthcoming).

<sup>2</sup> P. MCCULLEY, *Teton Reflections*, PIMCO *Global Central Bank Focus*, 2007, n° 2.

<sup>3</sup> Parmi les autres expressions utilisées pour désigner ce phénomène, citons celles de « parallel banking » (J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *Emerging from the Shadows: Market-Based Financing in Canada*, *Financial System Review*, Ottawa, Bank of Canada, 2011, p. 29; G. B. GORTON, *Questions and Answers About the Financial Crisis – Prepared for the US Financial Crisis Inquiry Commission*, New Haven, Yale School of Management, National Bureau of Economic Research, 2010, p. 6.) ; « finance parallèle » (J.-Fr. PONS et C. CAUSSE, « Le G20 et le défi de la régulation du système financier parallèle », *Revue Banque*, 2012, n° 745, p. 52; H. DE VAUPLANE, « Réguler le *shadow banking*: les propositions européennes... et les autres », *Revue Banque*, 2012, n° 751, p. 82), « unregulated banking sector » (St. L. SCHWARCZ, « Regulating Shadow Banking », *Rev. Banking & Fin.*, 2012, n° 31, L. 1, p. 624; J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, note 5); ou « finance de l'ombre » (H. DE VAUPLANE, *op. cit.*, p. 82; J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, p. 33).

ce système parallèle au grand jour<sup>4</sup>. La dépendance de Lehman Brothers à l'égard de ressources à court terme tirées notamment du marché des mises en pension de titres a été identifiée comme l'une des principales raisons de sa chute. Le défaut de Lehman Brothers d'honorer par la suite les billets de trésorerie qu'elle avait émis et dans lesquels avaient investi des fonds du marché monétaire (tel le «*Primary Reserve Fund*») a provoqué un mouvement de panique affectant tout le marché des fonds mutuels du marché monétaire. Des entités créées délibérément en marge des banques se sont trouvées brutalement exposées à de véritables courses aux retraits («*bank runs*»), à l'image de ceux qui hantent les banques<sup>5</sup>.

Depuis lors, le sujet du *shadow banking* s'est hissé au rang des grandes priorités des régulateurs financiers et a gagné l'attention sérieuse des dirigeants politiques. Pour preuve, au sommet du G20 qui s'est tenu à Séoul en novembre 2010, l'existence du *secteur bancaire parallèle* a été identifiée comme l'un des dangers majeurs risquant de mettre en péril la stabilité du système financier mondial. Le *Financial Stability Board* («*FSB*») a été prié d'examiner d'urgence tous les risques qu'il comporte et de proposer des recommandations pour endiguer le danger<sup>6</sup>.

Sous la direction du gouverneur de la Banque du Canada, Mark Carney, le FSB n'a pas ménagé ses efforts tout en s'associant le concours du *Comité de Bâle* sur la supervision bancaire et de l'*Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières* («*IOSCO*») <sup>7</sup>. En moins de deux ans a été

<sup>4</sup> ST. CLAESSENS, Z. POZSAR, L. RATNOVSKI et M. SINGH, *op. cit.*, p. 5; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, Bâle, FSB Publications, 14 novembre 2013; ST. H. MOLLER, A. R. G. NOLAN et H. M. GOLDWASSER, «Section 2(a)(iii) of the ISDA Master Agreement and Emerging Swaps Jurisprudence in the Shadow of Lehman Brothers», *JIBLR*, 2011, n° 7, p. 313; D. KINGSFORD SMITH, «A Harder Nut to Crack? Responsive Regulation in the Financial Services Sector», *UBC L. Rev.*, 2011, n° 44, pp. 695-743, §. 9; G. B. GORTON, «Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007», Paper prepared for the federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference *Financial Innovation and Crisis*, 11-13 May 2009; D. LONGWORTH, «Combatting the Dangers Lurking in the Shadows: The Macropprudential Regulation of Shadow Banking», *CD Howe Institute Commentary*, 2012, n° 361, p. 2.

<sup>5</sup> G. B. GORTON et A. METRICK, «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics*, August 2009, vol. 104, n° 3, p. 425; A. SHLEIFER et R. VISHNU, «Unstable Banking», *Journal of Financial Economics*, 2010, vol. 97, p. 306.

<sup>6</sup> G20 Seoul Summit 2010, *The Seoul Summit Document*, Seoul, November 2010, p. 9.

<sup>7</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, Bâle, FSB Publications, 18 November 2012.

définie une approche compréhensive pour cerner les différentes facettes du *shadow banking*. Sur la base d'une estimation des actifs et des flux en jeu, les principaux risques que les différentes niches du secteur font peser sur le système financier ont été cernées. En novembre 2012, le FSB a présenté une vision intégrée de ses recommandations de politique générale accompagnée d'une série de préconisations ciblant les différents composants du secteur bancaire parallèle<sup>8</sup>. Lors de leur réunion à Moscou, en février 2013, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G20 ont endossé ces travaux et invité le FSB à élaborer un programme de mesures destinées à contenir les risques que le développement du *shadow banking* représente pour la stabilité du système financier<sup>9</sup>. Ces mesures ont été publiées le 29 août 2013 sous la forme d'une approche globale visant à renforcer la surveillance et la régulation du *shadow banking*<sup>10</sup> complétée par deux jeux de propositions visant, d'une part, les entités échappant aux régimes prudentiels des banques<sup>11</sup> et, d'autre part, les risques spécifiques aux opérations des prêts de titres et de vente avec promesse de rachat de titres<sup>12</sup>. Lors de leur réunion à Saint-Petersbourg, les 5 et 6 septembre 2013, les dirigeants du G20 ont approuvé ces orientations et arrêté une « *roadmap* » pour leur mise en œuvre.

Les institutions de l'Union européenne se sont également saisies du sujet. Le développement du secteur bancaire parallèle est suivi avec attention au sein du Système européen des banques centrales.

La Commission européenne a présenté en mars 2012 un livre vert sur le *shadow banking* dans lequel elle tente de cerner les principaux risques qu'il représente pour la stabilité financière en Europe<sup>13</sup>. Les pistes qu'elle a suggé-

<sup>8</sup> *Idem*.

<sup>9</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Board reports to G20 on progress of financial regulatory reforms*, Bâle, Press release, 16 February 2013.

<sup>10</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Overview of Policy Recommendations*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013.

<sup>11</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013.

<sup>12</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Risks in Securities Lending and Repos*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013.

<sup>13</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper Shadow Banking*, Brussels, 19 March 2012, COM(2012) 102 final.

rées pour endiguer ce danger ont donné lieu à de nombreux commentaires, dont ceux du Comité européen du risque systémique comme la Banque centrale européenne. Le 9 septembre 2013, dans sa communication au Conseil et au Parlement européen sur le système bancaire parallèle, la Commission dresse le bilan des mesures déjà prises en Europe et propose d'autres actions que nous aurons l'occasion de passer en revue ci-dessous<sup>14</sup>.

Il est rare de voir un tel déploiement d'énergie. C'est dire que le sujet du *shadow banking* est considéré aujourd'hui comme l'un des enjeux majeurs de la stabilité du système financier international, son maillon peut-être le plus faible, celui qui pourrait projeter le système dans un nouveau chaos. L'envergure qu'a prise le secteur parallèle en Chine, en raison notamment de la réglementation des taux d'intérêt des crédits bancaires, apparaît ici comme particulièrement inquiétante<sup>15</sup>. En témoigne la dégradation récente par l'agence de notation Fitch de la note de la dette souveraine chinoise libellée en yuan, passée de A+ à AA-, au seul motif que le *shadow banking* prend dans l'empire du Milieu des proportions dangereuses<sup>16</sup>.

Avant de découvrir plus précisément les arcanes du système, il est utile de se faire une idée de l'ampleur qu'a prise le secteur bancaire parallèle.

## Chapitre 1

### *Importance du secteur bancaire parallèle*

Selon les données publiées par le FSB, dans son rapport du 14 novembre 2013, et qui couvrent les 20 plus grands pays et l'ensemble de la zone euro, les actifs présents dans le secteur bancaire parallèle se chiffraient fin 2012 à quelque 71 billions de dollars<sup>17</sup>. Ceci représente autour de 24% de l'en-

<sup>14</sup> Communication de la Commission européenne, *Le système bancaire parallèle – remédier aux nouvelles sources de risques dans le secteur financier*, 4 septembre 2013, COM (2013) 614 final.

<sup>15</sup> Selon les dernières estimations, le secteur parallèle représenterait 1,4 trillion de dollars en Chine, ce qui équivaudrait à 44% des financements octroyés aux entreprises.

<sup>16</sup> H. THIBAULT, «Les pratiques de la “banque de l'ombre” menacent la stabilité financière de la Chine», *Le Monde*, 11 avril 2013, en ligne : <[http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/04/11/les-pratiques-de-la-banque-de-l-ombre-menacent-la-stabilite-financiere-de-la-chine\\_3157869\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/04/11/les-pratiques-de-la-banque-de-l-ombre-menacent-la-stabilite-financiere-de-la-chine_3157869_3234.html)>, (consulté en mai 2013); S. HSU, J. LI et Y. QUIN, «Shadow Banking and Systemic Risk in Europe and China», *CITYPERC Working Paper Series*, n° 2013/02.

<sup>17</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, Bâle, FSB Publications, 18 November 2012.

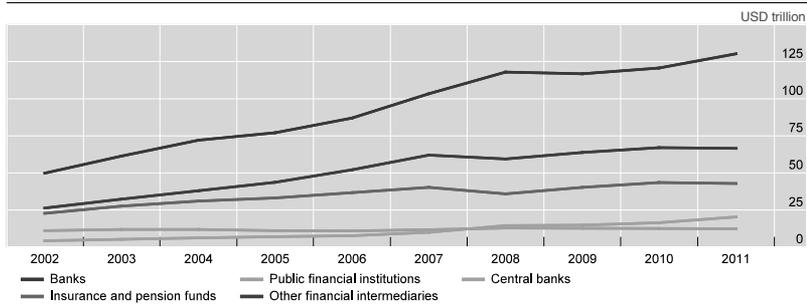
semble du système financier, et pas moins de 117 % du produit intérieur brut agrégé des pays en question<sup>18</sup>, en d'autres mots des actifs tout à fait considérables.

Même si la part du secteur bancaire parallèle dans le système financier global tend à demeurer relativement stable, les actifs en jeu n'ont cessé de croître rapidement depuis une dizaine d'années puisqu'en 2002, ils ne représentaient encore qu'environ 26 billions de dollars<sup>19</sup>.

### Total assets of financial intermediaries

20 jurisdictions and euro area

Exhibit 2-1

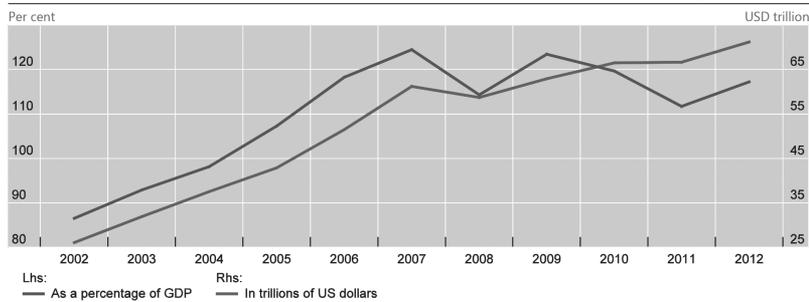


Source: National flow of funds data.

### Assets of non-bank financial intermediaries

20 jurisdictions and euro area

Exhibit 2-2



Sources: National flow of funds data; other national sources.

<sup>18</sup> *Idem*, p. 9.

<sup>19</sup> *Idem*.

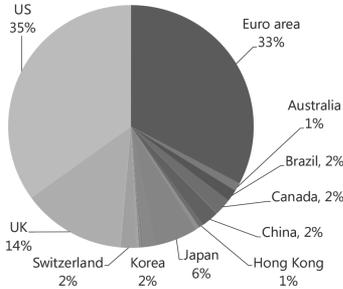
Les États-Unis et de plus en plus l'Europe comptent pour la majeure partie de ce secteur, représentant à eux seuls plus des trois quarts des actifs<sup>20</sup>.

Share of assets of non-bank financial intermediaries

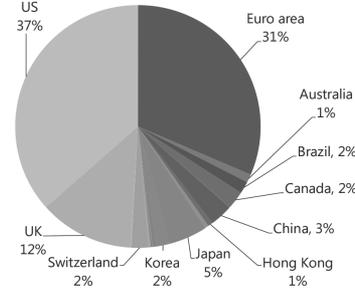
20 jurisdictions and euro area

Exhibit 2-3

At end-2011



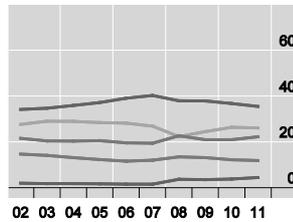
At end-2012



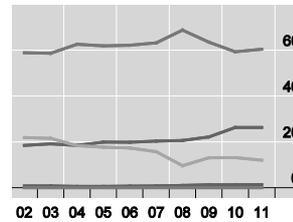
Sources: National flow of funds data; other national sources.

Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la part des intermédiaires financiers autres que les banques dépasse aujourd'hui le seuil de 20% des actifs de leurs secteurs financiers respectifs<sup>21</sup>.

United States



United Kingdom



Legend:  
 — Banks  
 — Insurance companies and pension funds  
 — Other financial institutions (OFIs)  
 — Public financial institutions (PFIs)  
 — Central bank

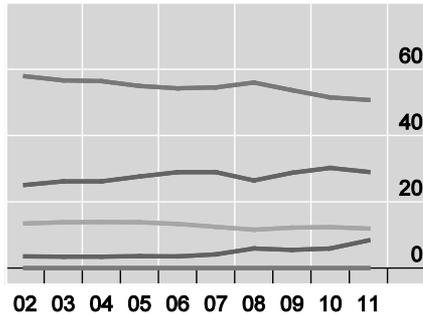
Tel n'est pas le cas dans le reste de l'Europe<sup>22</sup> ni au Japon ou au Canada où les banques continuent à dominer le système financier, les autres intermédiaires financiers représentant moins de 20%.

<sup>20</sup> *Idem*, p. 10.

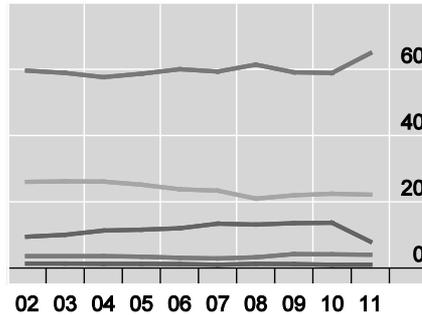
<sup>21</sup> *Idem*, annexe 2, p. 2.

<sup>22</sup> J. TYSON, et M. SHABANI, «Sizing the European Shadow Banking System: A new Methodology», *CITYPERC Working Paper Series*, n° 2013/01; A. BOUVERET, *An Assessment of the Shadow Banking Sector in Europe*, July 6, 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2027007> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn>.

Euro area



Canada



Dans une étude publiée en avril 2012 par la Banque centrale européenne, une équipe d'économistes dresse un premier inventaire des différents segments du *shadow banking* dans la zone euro et de leur importance relativement aux banques dont le tableau suivant résume les chiffres essentiels<sup>23</sup>.

6

Table 2 Share in total financial institutions assets in the euro area

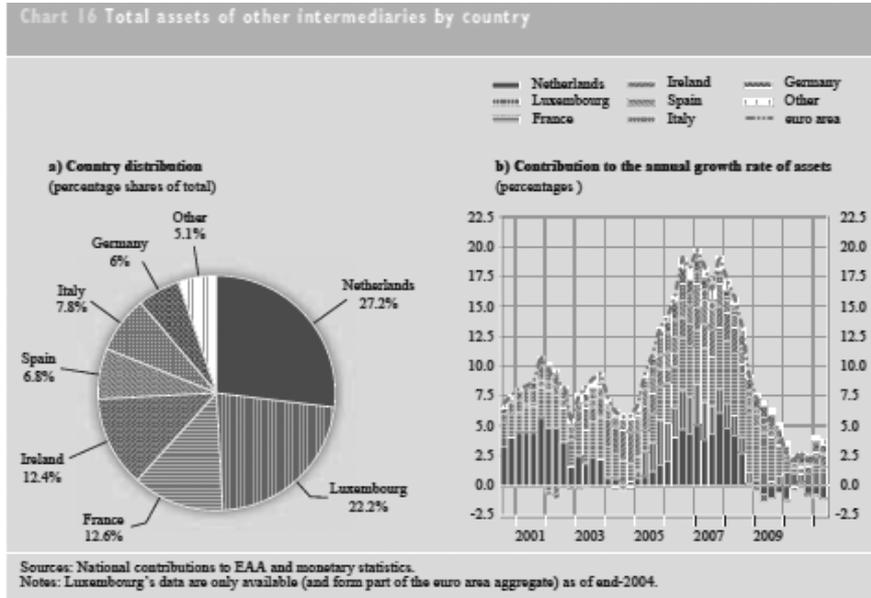
(EUR trillions and percentages)				
	2007Q2		2011Q2	
	EUR trillions	% total	EUR trillions	% total
<b>Banks</b>	<b>25.6</b>	<b>54.0</b>	<b>28.0</b>	<b>51.5</b>
<b>Other intermediaries</b>	<b>8.5</b>	<b>17.9</b>	<b>10.8</b>	<b>19.9</b>
<i>Money market funds (MMFs)</i>	1.2	2.5	1.1	2.0
<i>Financial vehicle corporations</i>	-	-	2.2	4.1
<i>Other miscellaneous intermediaries<sup>1)</sup></i>	7.3	15.4	7.6	13.9
<b>Eurosystem</b>	1.6	3.5	3.1	5.8
<b>Investment funds other than MMFs</b>	5.5	11.6	5.6	10.3
<i>of which, hedge funds</i>	-	-	0.1	0.2
<b>Insurance corporations and pension funds</b>	6.1	13.0	6.8	12.6
<b>TOTAL ASSETS OF FINANCIAL INSTITUTIONS</b>	<b>47.3</b>	<b>100.0</b>	<b>54.4</b>	<b>100.0</b>
<i>Memo: Repo market outstanding value (lending and borrowing) in the EU</i>	6.8		6.1	

Source: EAA (ECB and Eurostat) and monetary statistics (ECB). For memorandum item on repos, ICMA European repo market survey (numbers 13 – conducted in June 2007, published in September 2007 – and 22 – conducted in December 2011 and published in January 2012).

1) Venture capital companies, leasing and factoring corporations, securities dealers, financial holding companies, financial auxiliaries and other miscellaneous financial corporation.

La distribution des actifs du secteur parallèle entre les États de la zone euro fait apparaître des parts inégales, mais qui demeurent en rapport avec l'importance des activités transfrontières des grands centres financiers de la zone euro.

<sup>23</sup> Kl. BAKK-SIMON, St. BORGIOLO, C. GIRON, H. HEMPELL *et al.*, « Shadow Banking in the euro-area, an overview », *ECB Occasional Paper Series*, n° 133, April 2012; I. C. LAZCANO, « The Historical Role of the European Shadow Banking System in the Development and Evolution of Our Monetary Institutions », *CITYPERC Working Paper Series*, n° 2013/05.



Quelle que soit la méthode employée pour mesurer le secteur bancaire parallèle, les observateurs sont unanimes pour conclure que le phénomène a pris une telle ampleur qu'il est devenu critique pour le système financier mondial aussi bien que pour la stabilité des systèmes financiers des pays concernés.

Le niveau d'interconnexion entre les banques et le secteur parallèle demeure cependant très variable d'une place financière à une autre. Dans une étude publiée en mai 2013<sup>24</sup>, trois économistes du Financial Stability Department de la Banque centrale du Luxembourg soulignent que les banques établies au Luxembourg dépendent largement de sources de financement externes. Pour l'essentiel, ce financement provient toutefois d'autres établissements de crédit étrangers et domestiques. Les fonds du marché monétaire n'y contribuent, en particulier, que pour une part infime. Par ailleurs, seulement un nombre très restreint de banques apportent leur soutien par le biais de garanties au fonds du marché monétaire. Le risque qu'un rétrécissement ou des défauts dans le secteur parallèle se répercutent sur le secteur bancaire luxembourgeois apparaît donc comme limité.

<sup>24</sup> B. BUISSON, A. ROUABAH et J. THEAL, « An Analysis of the Linkages between the Banking and Shadow Banking Sectors in Luxembourg », *Revue de stabilité financière*, Banque centrale du Luxembourg, 2013, p. 96.

## Chapitre 2

*Forces motrices du secteur bancaire parallèle*

Trois **raisons sont principalement évoquées** pour expliquer le développement rapide du *shadow banking* :

- (i) les forces du marché ;
- (ii) l'innovation financière et les nouveaux moyens offerts par la technologie et, enfin ;
- (iii) les contraintes et les coûts que la réglementation prudentielle et leur supervision font peser sur les banques.

(i) L'émergence d'un secteur bancaire parallèle répond à une variété de demandes<sup>25</sup> :

- celle tout d'abord d'entreprises à la recherche de solutions de financement alternatives au crédit bancaire et à la collecte directe de fonds sur les marchés financiers, surtout en période de contraction du crédit ;
- celle d'épargnants ou d'investisseurs souhaitant disposer de solutions pour faire fructifier une épargne à court terme et sans prendre de risques sensiblement différents d'un dépôt dans les caisses d'une banque ;
- celle d'investisseurs soucieux de diversifier davantage les risques de leurs investissements ;
- celle d'entreprises, du secteur financier ou non, exposées à des *risques de crédit* désirant s'en dégager en les transférant à des investisseurs ;
- celle, enfin, de *banques* souhaitant élargir l'étendue de leurs services ou leurs capacités d'engagement en allégeant leur bilan ;

... pour ne citer que les principaux besoins que tendent à satisfaire les différentes activités formant le secteur bancaire parallèle.

Mis à part les intérêts que ce secteur peut représenter pour les banques elles-mêmes, le simple fait qu'il offre à ses autres « clients » des possibilités supplémentaires à celles traditionnellement offertes par les banques constitue une plus-value économique. À divers égards, les solutions proposées apparaissent plus ciblées et, de ce fait, mieux à même à répondre de façon précise et efficiente à certains besoins. Pour prendre un exemple concret, il n'existe guère d'autre façon aussi performante de mobiliser à très brève échéance des titres financiers que par le biais de leur vente assortie d'une promesse de rachat à très court terme.

<sup>25</sup> J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, p. 29; EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper Shadow Banking*, *op. cit.*, pp. 2 et 5.

Les activités en question stimulent aussi une concurrence avec les services et produits bancaires qui, en soi, peut s'avérer bénéfique, particulièrement pour ceux qui forment le cœur de l'activité bancaire, à savoir la fourniture de crédits ou la collecte de dépôts.

(ii) Les instruments mis en œuvre par le secteur bancaire parallèle n'auraient pas vu le jour sans le développement considérable et la mondialisation des marchés financiers. Ils sont le fruit d'innovations financières de plus en plus poussées, qui elles-mêmes n'auraient pas été possibles sans les nouvelles puissances de calcul des ordinateurs et l'accélération vertigineuse des communications électroniques<sup>26</sup>. À ce titre, les activités du secteur bancaire parallèle apparaissent en quelque sorte comme le prolongement naturel des activités bancaires classiques.

Certes, les modèles mathématiques sur lesquels s'appuient certaines techniques sont parfois décriés comme trop théoriques et surtout trop complexes pour être compris par les investisseurs, voire pour être maîtrisés par ceux qui y recourent ou sont censés les apprécier, comme les agences de notation ou les autorités de supervision. Mais on ne saurait critiquer en soi que la finance moderne se développe au gré d'innovations et du développement technologique.

(iii) Il est cependant un troisième moteur, moins louable, qui alimente le développement du secteur bancaire parallèle : la volonté d'échapper à la réglementation et à la supervision qui régissent les banques. Car le secteur est aussi le fruit d'un arbitrage réglementaire consistant à chercher un cadre moins contraignant, moins surveillé pour effectuer des opérations de nature bancaire<sup>27</sup>.

L'intention de se situer en marge de la réglementation bancaire peut être celle d'opérateurs économiques, d'entreprises ou d'investisseurs à la recherche de solutions plus flexibles que celles offertes par les banques et qui sont pleinement conscients des conséquences de leurs choix, en particulier des risques qu'ils comportent. Mais tel n'est pas toujours le cas. Certains utilisateurs du secteur bancaire parallèle pensent en effet y trouver, souvent à tort, le même niveau de protection, les mêmes garanties que celles dont ils disposeraient en recourant à des produits bancaires.

Au surplus, la volonté d'échapper à la réglementation bancaire émane souvent des banques elles-mêmes qui visent, au moyen de certains montages, à se déga-

<sup>26</sup> P. MEHRLING, *Fisher Black and the Revolutionary Idea of Finance*, Wiley, June 2005; D. C. LANGEVOORT, « Global Securities Regulation After the Financial Crisis », *Journal of International Economic Law*, 2010, vol. 13, Issue 3, 2010, p. 803.

<sup>27</sup> ST. L. SCHWARCZ, *op. cit.*, p. 624; E. F. GERDING, *The Shadow Banking System and its Legal Origins*, January 24, 2012 available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1990816> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1990816>.

ger une marge de manœuvre dont elles se trouveraient autrement privées. L'arbitrage réglementaire, sans être systématiquement négatif, comporte évidemment des inconvénients et des risques qu'il convient de maîtriser. Il constitue, comme nous aurons l'occasion de le voir ci-après, à côté des risques systémiques engendrés par le secteur bancaire parallèle, la principale raison pour laquelle on ne saurait laisser celui-ci se développer sans le moindre contrôle.

Répondant à des attentes réelles et stimulé par l'innovation financière autant que par une réglementation de plus en plus contraignante des activités bancaires, le *shadow banking* ne cessera de se développer. Il faudra veiller à ce que son utilité dépasse les risques qu'il engendre.

### Chapitre 3 *Mécanique*

6

Le *shadow banking* procède essentiellement de la combinaison d'une série de techniques qui, mises ensemble, permettent d'accomplir une intermédiation du crédit, à l'instar de celle entreprise traditionnellement par les banques, tout en organisant et en disséquant les activités de telle manière qu'elles échappent au cadre réglementaire et prudentiel s'imposant aux banques<sup>28</sup>.

Le secteur bancaire parallèle se présente ainsi comme une vaste toile, un réseau complexe d'acteurs et d'opérations sophistiquées qui le rend particulièrement opaque.

Pour mieux comprendre les techniques utilisées, il est important de préciser les fonctions bancaires que le secteur parallèle cherche à répliquer.

#### Section 1

#### **Les fonctions répliquées**

L'objectif essentiel consiste à canaliser des ressources d'épargnants vers des entreprises et des ménages qui en manquent, en d'autres mots, une intermédiation du crédit. Les banques réalisent classiquement cette fonction en collectant des dépôts qu'elles transforment en prêts. Le *shadow banking* utilise comme vecteur de cette transformation les marchés financiers. C'est en ce sens que certains le qualifient de « *market-based financing* »<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, *op. cit.*, p. 3.

<sup>29</sup> J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, p. 29.

L'octroi de crédit sur la base de dépôts ou d'autres ressources auxquelles recourent les banques comporte une transformation de maturité. De façon simplifiée, les crédits sont donnés pour des termes plus ou moins longs, alors que les dépôts sont souvent effectués sans engagement de durée. Dans les bilans des banques, les actifs à moyen terme des crédits se trouvent contrebalancés par des engagements à court terme. Entre autres pour neutraliser le risque inhérent au décalage de maturité, les banques doivent respecter certaines normes prudentielles, en particulier des ratios de fonds propres et de liquidité.

À la différence du modèle bancaire classique, le secteur bancaire parallèle se finance directement sur les marchés financiers. Les ressources disponibles sont également liées à des termes très brefs, souvent moins d'une journée (fonds d'investissement du marché monétaire, *commercial paper*, opérations de prêt de titres), alors qu'elles sont destinées systématiquement à des emplois à moyen et long terme. En d'autres mots, le système parallèle opère, à l'instar des banques, des transformations de maturité. À cela s'ajoute que les actifs dans lesquels les liquidités sont investies sont représentés le plus souvent par des titres ou engagements eux-mêmes peu liquides. Le financement mis en œuvre à travers le circuit parallèle comporte ainsi fréquemment un important décalage de liquidité entre les ressources et les emplois.

L'intermédiation du crédit en marge des banques par le réseau du *shadow banking* s'effectue dans des conditions de risque tant pour les acteurs de ce réseau que pour ses clients, non comparables à ceux du secteur bancaire. Le constat procède de l'évidence, puisque les transformations de maturité et de liquidité échappent ici, par hypothèse, aux normes prudentielles que doivent respecter les banques et, en contrepartie, également aux filets de sécurité mis en place pour ces dernières.

## Section 2

### Les techniques utilisées

L'une des meilleures caractérisations du *shadow banking* est sans doute celle offerte par l'économiste américain Mehrling qui résume, de façon synthétique, son mode opératoire dans la formule suivante : « money market funding of capital market lending »<sup>30</sup>.

Par une sorte de « *reverse engineering* », les flux de l'intermédiation du crédit sont désassemblés pour être restructurés (1), et le risque de crédit est dissocié

<sup>30</sup> P. MEHLING, Z. POZSAR, J. SWEENEY et D. H. NEILSON, *Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance*, February 22, 2013. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2232016> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2232016>.

de l'opération de crédit pour pouvoir être transféré indépendamment de celle-ci (2). Des instruments de financement à court terme (3), associés à d'importants effets de levier (4), servent à réunir les ressources nécessaires.

(1) Figure typique du *shadow banking*, la titrisation permet, mieux que tout autre, d'illustrer comment les flux financiers liés à des crédits peuvent être assemblés et reconfigurés pour transférer ces crédits vers les marchés financiers<sup>31</sup>. L'opération consiste, comme le suggère son nom, à transformer des créances de remboursement d'une série plus ou moins importante de crédits en plusieurs tranches de titres dont les revenus et les risques sont fonction, à des niveaux distincts, de ces crédits. Les papiers commerciaux adossés à des créances, typiquement des prêts hypothécaires ou des prêts de consommation («*Asset Backed Commercial Paper*», «*ABCP*»), constituent une forme particulière de titrisation.

(2) Les «*credit default swaps*», une forme récente de produit dérivé, sont aujourd'hui couramment utilisés pour transmettre le risque de crédit pris par un prêteur à un investisseur. L'opération se rapproche économiquement d'une sorte d'assurance, en ce qu'elle se traduit par l'engagement de celui qui procure la couverture à verser à son cocontractant, en cas de réalisation de l'événement de défaut, une somme d'argent déterminée, arrêtée d'avance, en fonction de la perte encourue dans ce cas par le prêteur.

(3) Les deux figures les plus représentatives des techniques de financement à court terme utilisées par le *shadow banking* sont, sans doute, les fonds mutuels du marché monétaire et les opérations de mise en pension de titres<sup>32</sup>.

Les premiers sont des fonds qui investissent dans des actifs à court terme comme des bons du trésor, des certificats de dépôt ou des billets de trésorerie, avec une maturité d'un an ou moins. Selon l'IOSCO, les actifs sous gestion de fonds du marché monétaire représentaient au premier trimestre de l'année 2012 quelque 4,7 billions de dollars. L'essentiel de ce marché semble toutefois demeurer américain. En Europe, les grands centres de l'industrie des fonds d'investissement n'accueillent qu'une partie relativement faible de ce marché. Ainsi, au Luxembourg, les fonds du marché monétaire ne représentaient en août 2012 que 240 milliards d'euros<sup>33</sup>.

Pour répliquer au mieux les caractéristiques de la monnaie, ces fonds sont souvent structurés de telle manière que leur valeur nette d'inventaire («*VNI*»)

<sup>31</sup> ST. CLAESSENS, Z. POZSAR, L. RATNOVSKI et M. SINGH, *op. cit.*, p. 7.

<sup>32</sup> M. RICKS, «*Money and (Shadow Banking): a thought experiment*», *Rev. Banking & Fin.*, 2012, n° 31, L.731.

<sup>33</sup> B. BUISSON, A. ROUBAH et J. THEAL, *op. cit.*, p. 103.

reste constante, typiquement une valeur d'un dollar ou d'un euro. La pratique est particulièrement répandue aux États-Unis<sup>34</sup>. Mais elle se développe également en Europe. Au Luxembourg, par exemple, les fonds du marché monétaire présentant une VNI constante représentent en juin 2012 plus des trois quarts du marché<sup>35</sup>.

Les opérations de pension sur titres à revenu fixe constituent pour les entreprises un moyen de se procurer des fonds pour de très courtes durées, fréquemment pour moins de 24 heures. Elles se traduisent par une vente de titres associée à une promesse de rachat pour un prix supérieur, après le délai convenu. Les titres servent ainsi de garantie à une opération consistant économiquement en un prêt. La marge convenue entre le prix de vente et le prix de rachat, désignée dans le jargon financier sous l'expression «*haircut*», rémunère le crédit et le risque pris par le prêteur. Le Comité de Bâle<sup>36</sup> a défini des exigences de capitaux propres en relation avec l'importance de la marge pour les opérations de vente avec promesse de rachat de titres effectuées par des banques.

(4) Le recours à des effets de levier, notamment par la voie de l'endettement, est caractéristique des montages financiers modernes. Dans le secteur bancaire parallèle, ces effets de levier atteignent cependant des proportions jusqu'alors inconnues. Ils s'appuient notamment sur des chaînes de mobilisations répétées des mêmes titres, notamment au moyen d'opérations de mise en pension qui servent de garantie à plusieurs transactions en même temps<sup>37</sup>. Il ne faut point être spécialiste de telles opérations pour se rendre compte, d'une part, qu'il y a là une sorte d'inflation des flux financiers et, d'autre part, que ces opérations sont loin d'être sans danger, puisqu'évidemment les actifs engagés n'existent réellement qu'une seule fois.

Les techniques évoquées ci-dessus ne sont évidemment pas les seules mises au service du secteur bancaire parallèle. Celui-ci s'appuie sur une grande variété

---

<sup>34</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, *op. cit.*, p. 6.

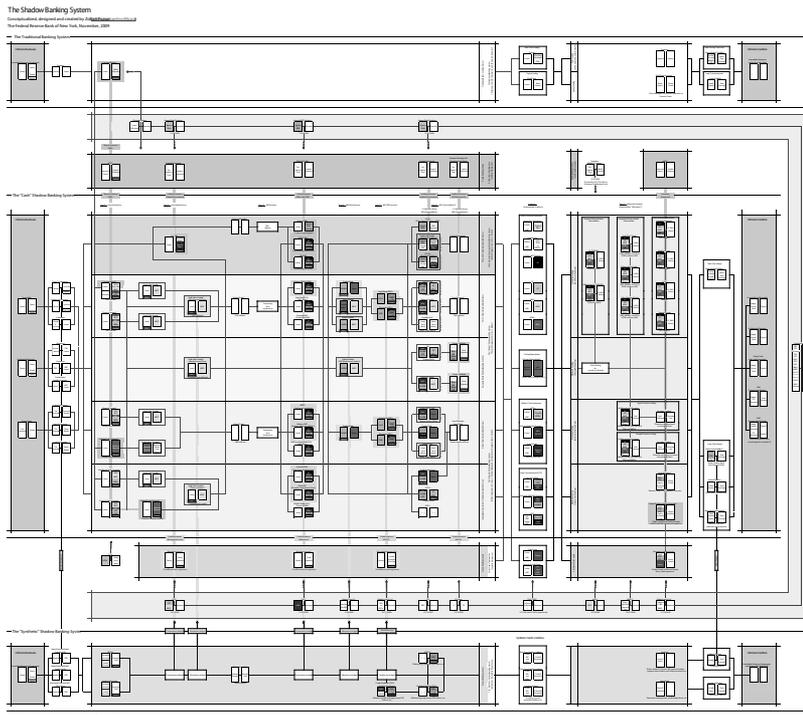
<sup>35</sup> B. BUISSON, A. ROUABAH et J. THEAL, *op. cit.*, p. 104.

<sup>36</sup> Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire est un forum qui vise la coopération entre ses États membres sur les questions de contrôle bancaire. Il a également pour objectif de favoriser la compréhension des enjeux essentiels de la surveillance bancaire et d'améliorer la qualité de la supervision bancaire, partout à travers le monde; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT, *About the Basel Committee*, en ligne : <<http://www.bis.org/bcbs/about.htm>> (last update 10 June 2013).

<sup>37</sup> ST. CLAESSENS, Z. POZSAR, L. RATNOVSKI et M. SINGH, *op. cit.*, p. 14; M. SINGH et J. AITKEN, « The (sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System », *IMF Working Paper*, WP 10/172, July 2010; M. SINGH et J. AITKEN, « Deleveraging after Lehman-Evidence from Reduced Rehypothecation », *IMF Working Paper*, WP/09/42, March 2009.

d'instruments, qui se renouvellent au gré de l'innovation financière. Le plus important est cependant ici de souligner que les différentes techniques s'émboîtent et se combinent, sous des schémas variés, pour former un système complexe. C'est cette construction en perpétuelle évolution qui caractérise véritablement le phénomène du *shadow banking* et marque ses enjeux<sup>38</sup>.

La toile des relations qui se nouent en dehors des banques défie l'imagination, comme l'ont montré des chercheurs de la *Federal Reserve Bank des États-Unis*<sup>39</sup> en tentant d'en représenter les maillons essentiels sur un vaste tableau<sup>40</sup> dont un extrait est représenté ci-dessous :

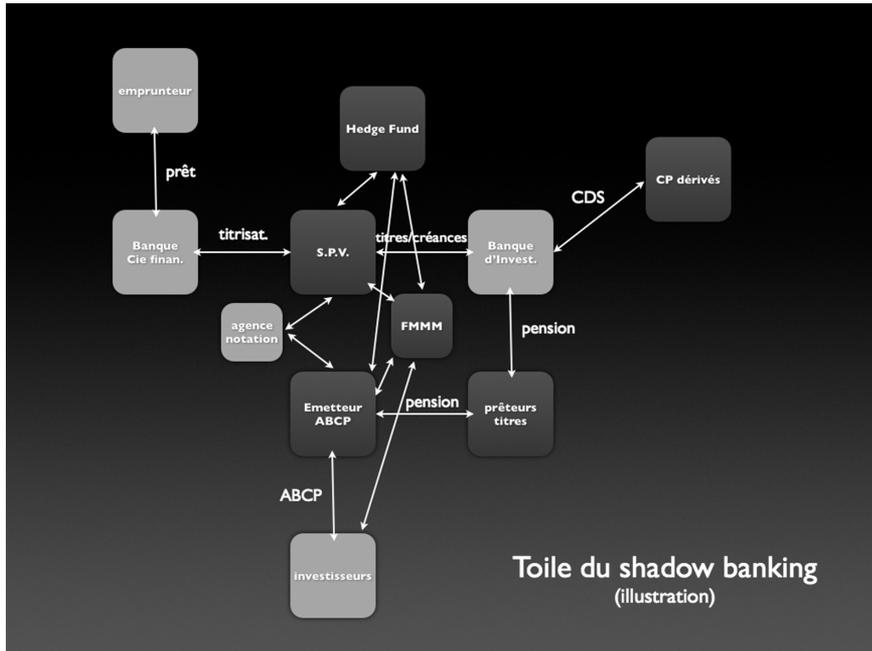


<sup>38</sup> G. GORTON, « Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007 », *op. cit.*

<sup>39</sup> Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT et H. BOESKY, *Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report*, July 2010, n° 458, introduction. [http://www.newyorkfed.org/research/epr/2013/0713 adri.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/epr/2013/0713%20adri.pdf)

<sup>40</sup> *Idem.* Plusieurs schémas dans le document précité représentent « une partie de l'architecture » du *shadow banking*. Voy. à titre d'exemple les pages 23, 27 et 37.

Le schéma suivant permet d'illustrer de quelle manière peuvent s'agencer différentes transactions par lesquelles l'épargne d'investisseurs est dirigée vers une entreprise emprunteuse.



Au centre de cette construction, conçue à des fins purement illustratives, figure une opération de titrisation qui s'appuie sur des financements provenant d'une banque d'investissement, de fonds du marché monétaire et de *hedge funds*, et bénéficie des effets de levier d'opérations de pensions de titres ainsi que de la couverture par des « *credit default swaps* ».

## Chapitre 4

### *Dangers*

Le secteur bancaire parallèle est source de plusieurs sortes de dangers<sup>41</sup> :

- 1) certaines entités actives dans ce secteur sont tout d'abord exposées à un risque de faillite, qui est globalement plus élevé que celui des banques ;
- 2) les activités du secteur parallèle créent d'importants effets de levier dans l'ensemble du système financier, susceptibles de porter atteinte à la stabilité de celui-ci ;
- 3) en se situant délibérément en dehors du secteur bancaire réglementé, les activités en question court-circuitent la réglementation et la supervision mises en place pour maîtriser les risques inhérents aux activités bancaires ;
- 4) tant par sa propre vulnérabilité qu'à travers son interconnexion avec le secteur bancaire, le secteur parallèle est susceptible de fragiliser ou de porter atteinte à la solidité du système financier dans son ensemble.

Si ces dangers recouvrent en partie les mêmes risques, les distinguer permet de mieux les cibler.

#### Section 1

#### **Le risque de faillite des entités du secteur bancaire parallèle**

Les entités qui participent en chaîne et comme des banques à une intermédiation de crédit se trouvent exposées au double risque de décalages de maturité et de liquidité entre leurs engagements et leurs actifs.

Les banques sont tenues de se prémunir contre des risques en respectant un arsenal toujours plus dense d'exigences prudentielles. Elles bénéficient d'un accès direct à la liquidité des banques centrales agissant comme prêteurs de dernier ressort. Dans certains pays, elles profitent de garanties du secteur public, notamment pour leurs activités de crédits immobiliers. La garantie des dépôts bancaires leur offre une certaine protection contre les mouvements de panique de leurs clients qui se traduiraient par des retraits massifs et soudains de leurs dépôts. Celles dont la faillite provoquerait une répercussion

<sup>41</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, Bâle, 12 April 2011, p. 4; EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper Shadow Banking*, *op. cit.*, p. 5.; T. ADRIAN et A. ASHCRAFT, « Shadow Banking Regulation », *Fed Reserve Bank of New-York Staff Report*, April 2012, n° 559; D. LONGWORTH, *op. cit.*, pp. 6 et s.; J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, p. 35.

systémique pensent enfin pouvoir compter sur un sauvetage avec des deniers publics.

Ce filet de sécurité n'existe précisément pas pour le secteur parallèle, et c'est en cela qu'il se distingue essentiellement du secteur bancaire, comme l'ont observé, à juste titre, les économistes Pozsar, Tobias, Adam et Hayley, qui sont parmi les premiers à avoir étudié le phénomène du *shadow banking*<sup>42</sup>. Cette différence est d'autant plus sensible qu'elle n'est souvent pas pleinement perçue par les créanciers. À titre d'illustration, les investisseurs dans les fonds du marché monétaire croient souvent à l'existence d'une sécurité *de facto* équivalente à celle d'un système de protection des dépôts, alors qu'ils n'y ont manifestement pas accès<sup>43</sup>. La récente crise financière a montré que les entités du secteur parallèle ayant émis des titres remboursables pour de très brèves échéances pour répliquer les fonctions d'un dépôt bancaire ou engagées dans des opérations de prêt de titres pouvaient être confrontées à des retraits ou liquidations de position massives, prenant l'allure de « *modern bank runs* »<sup>44</sup>. Selon les dernières analyses du FSB, certains véhicules d'investissement collectif sont particulièrement exposés à ce type de risque<sup>45</sup>.

À côté du danger d'une rupture de la confiance des investisseurs aboutissant à de telles courses (« *runs* »), les entités du secteur parallèle doivent aussi faire face à des risques de contrepartie d'autant plus importants qu'il devient extrêmement difficile, sinon impossible, de repérer et de mesurer avec précision les risques distribués à travers la toile complexe du secteur parallèle. L'imbrication des relations composant cette toile accroît, par ailleurs, leur sensibilité aux chutes de cours sur les marchés financiers et aux pertes de liquidité. Cette « *net externality* » ou « *complexity externality* » constitue une fragilité inhérente au système du *shadow banking*.

## Section 2

### **Des effets de levier excessifs et occultes**

Dans ses conclusions présentées au mois d'août dernier, le FSB s'inquiète des proportions que prennent les effets de levier au sein du secteur paral-

<sup>42</sup> Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT et H. BOESKY, *op. cit.*, p. 11.

<sup>43</sup> E. KANE, *The Inevitability of Shadow Banking, Presentation at the Federal Reserve Bank of Atlanta*, 19 March 2012.

<sup>44</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, *op. cit.*, p. 4.

<sup>45</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, Bâle, 29 August 2013.

lèle qui à la fois s'y appuie et les transmet à travers le système financier. Il y dénonce notamment l'accroissement des volumes de crédit à travers différentes techniques de rehaussement des capacités d'endettement. Au-delà du risque de défaut des emprunteurs surfinancés, l'injection de liquidités importantes présente l'inconvénient de porter atteinte à l'efficience des marchés en amplifiant les phénomènes de bulles financières tout en favorisant des chutes brutales des cours lorsque la confiance s'évapore sur les marchés (« *Procyclicality of the leverage* »)<sup>46</sup>.

### Section 3

#### **L'arbitrage réglementaire**

L'arbitrage réglementaire dont tire profit le secteur bancaire parallèle pose difficulté à trois niveaux.

Il crée tout d'abord des distorsions de concurrence entre le secteur bancaire réglementé et le secteur parallèle. Les différentes exigences prudentielles auxquelles se trouvent assujetties les banques et leur soumission à une supervision contraignante sont facteurs de coût et pèsent sur la rentabilité des activités déployées dans ce cadre. Le secteur parallèle vise à éviter ces contraintes et ces coûts. Il exerce à ce titre une pression concurrentielle sur les banques sans que celles-ci puissent se défendre à armes égales.

La possibilité d'effectuer des opérations de type bancaire en marge de la réglementation du secteur bancaire nourrit logiquement la tentation des banques elles-mêmes de déplacer certaines de leurs activités vers le secteur bancaire parallèle ou du moins de recourir à celui-ci pour rendre plus profitables leurs activités classiques. Pour parer de telles tentations, surtout lorsque les transferts d'activités risquent de s'opérer vers des centres *offshore*, les régulateurs peuvent être enclins à réduire la pression réglementaire sur les banques. L'un entraînant l'autre, l'on risque, du moins en théorie, une course vers des standards de supervision de moins en moins sévères.

Enfin et surtout, le développement rapide du secteur parallèle est susceptible de saper les efforts engagés depuis la grande crise financière pour rendre le système financier mondial plus solide. L'heure est certes à un renforcement général des exigences prudentielles et du niveau de contrôle des établissements

---

<sup>46</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, *op. cit.*, p. ii.

de crédit<sup>47</sup>. Mais cet objectif pourrait être partiellement tenu en échec si ces exigences aboutissaient à des transferts massifs d'activité vers des secteurs non ou sensiblement moins réglementé.

#### Section 4

### **Le risque systémique et l'effet de contagion au secteur bancaire**

Le secteur parallèle est étroitement lié au secteur bancaire réglementé. Les entités du secteur parallèle s'appuient sur des services et des ressources que lui apportent entre autres les banques, notamment sous la forme de garanties ou de marges de liquidités. En même temps, la dépendance des banques envers le secteur parallèle augmente avec le recours de plus en plus fréquent et large de celles-ci aux mécanismes de celui-là. Ces interconnexions entre le secteur bancaire et le secteur parallèle ont pour effet d'exposer le premier aux vulnérabilités du second<sup>48</sup>. Le risque que la faillite d'une entité du secteur parallèle ou d'un dysfonctionnement d'une partie de celui-ci se répercute sur des banques s'en trouve démultiplié<sup>49</sup>.

Le scénario suivant permet de mieux s'en rendre compte: il arrive que plusieurs acteurs du secteur bancaire parallèle se trouvent confrontés en même temps à des problèmes de liquidité du fait, par exemple, que les difficultés affectant l'un d'entre eux soient considérées comme étant révélatrices d'une situation de tension des financements touchant d'autres acteurs dépendant du même type de ressources. De telles contractions de liquidités résultent rapidement en un phénomène de spirale où l'augmentation des marges requises alimente une chute de la valeur des actifs<sup>50</sup>. Une baisse de la liquidité sur un marché se traduit typiquement par une plus grande volatilité qui incite les contreparties à réclamer des marges plus fortes. La volatilité accrue entraîne des pertes sur les positions existantes. L'une conjuguée à l'autre, ces deux difficultés résultent en des difficultés de financement pour les banques et pour les autres opérateurs qui ont l'habitude de trouver sur le marché en question les ressources néces-

---

<sup>47</sup> T. CIRO et M. LONGO, «The Global Financial Crisis Part II: Causes and Implications for Future Regulation», *JIBLR*, 2010, vol. 25, Issue 1, p. 9.

<sup>48</sup> E. JEFFERS et C. BAICU, «The Interconnections Between the Shadow Banking System and the Regular Banking System, Evidence from the Euro Area», *CITYPERC Working Paper Series*, n° 2013/07.

<sup>49</sup> ST. L. SCHWARCZ, *op. cit.*, p. 627; G. B. GORTON et A. METRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, October 18, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1676947> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676947>

<sup>50</sup> G. B. GORTON et A. METRICK, «Haircuts», *Federal Reserve bank of Saint Louis Review*, November-December 2010, p. 507.

saires à leur activité. Ils réduisent de ce fait le nombre de leurs transactions sur ce marché, ce qui accroît encore le manque de liquidité et la spirale finit par aboutir à des ventes d'actifs à des prix décotés («*fire sales*») <sup>51</sup>. De telles situations peuvent rapidement briser la valeur nette de plusieurs banques, les conduisant dans une situation d'insolvabilité.

Le secteur bancaire parallèle est susceptible de porter ainsi atteinte à la solidité du système financier global. Ce risque systémique constitue aujourd'hui la principale source de préoccupation pour les régulateurs financiers et les décideurs politiques. C'est à lui que s'attache en priorité le FSB <sup>52</sup>.

## Chapitre 5

### Remèdes

La découverte du phénomène du *shadow banking* et des risques qu'il recèle est relativement récente, puisqu'elle remonte à moins de dix ans et n'a véritablement gagné l'attention des régulateurs et des hommes politiques que depuis la grande crise financière de 2008. L'ampleur des financements empruntant les circuits complexes du secteur parallèle continue ainsi à surprendre et à susciter l'inquiétude que soulèvent les phénomènes encore peu connus. En même temps, le développement de sources de financement alternatives à une époque où le crédit bancaire ne satisfait plus les besoins de l'économie est perçu comme une chance, voire comme une nécessité. Dans l'attente de pouvoir évaluer plus précisément les aspects positifs et négatifs du *shadow banking*, il s'agit avant tout de mieux comprendre son architecture et d'en cerner les facettes multiples et évolutives (section 1). Pour le surplus la stratégie préconisée tant au niveau international qu'europpéen consiste essentiellement à prévoir des mesures ciblées pour enrayer des dangers avérés tout en essayant d'éviter de tarir des sources importantes de financement de l'économie (section 2).

<sup>51</sup> A. SHLEIFER et R. VISHNU, « Fire Sales in Finance and Macroeconomics », *Journal of Economic Perspectives*, 2011, vol. 25, n° 1, p. 29.

<sup>52</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, op. cit., p. 1.; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, An Overview of Policy Recommendations*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013.

## Section 1

**Mieux comprendre**

Une meilleure maîtrise de développement du secteur bancaire parallèle passe d'abord par une connaissance plus précise de celui-ci. Les données disponibles sur les différents segments du secteur bancaire parallèle restent parcellaires et manquent surtout de granularité. Au surplus, les activités bancaires parallèles se développent selon des schémas sensiblement différents d'un pays à l'autre, ce qui rend difficile toute appréhension globale, alors que l'enjeu est bien la stabilité du système financier mondial.

La collecte de données plus précises suppose que soit défini préalablement le spectre à couvrir. Comme pour tout réseau, les contours du *shadow banking* restent fuyants. S'agissant de veiller à ce que des activités non réglementées n'affectent la solidité du secteur bancaire ou fragilisent autrement le système financier, le champ d'observation doit, comme le souligne le FSB, rester large. Pour autant, les informations recueillies ne doivent pas offrir qu'une vue macroéconomique des volumes des transactions empruntant des voies parallèles, mais permettre de détecter les zones de risques particulières. Le FSB insiste ainsi, dans son rapport du mois de novembre 2012, sur le fait qu'il faut développer une vision plus fine et plus exacte des différents segments du *shadow banking*, et invite les autorités de régulation comme les banques centrales à réunir des données à la fois plus complètes et plus spécifiques<sup>53</sup>. Relayant cette recommandation, la Banque centrale européenne a présenté, en février 2013, un schéma qui devrait permettre de mieux appréhender l'évolution du secteur parallèle dans l'Union européenne au regard des risques systémiques qu'il représente<sup>54</sup>. Ces approches visent à cibler tant les acteurs du *shadow banking*, dont les activités sont considérées comme sensibles au regard des risques à surveiller (sous-section 1) que des opérations ou des marchés susceptibles d'influencer négativement la stabilité financière (sous-section 2)

## Sous-section 1

**Les acteurs**

Les entités œuvrant comme des ombres des banques recouvrent des acteurs très divers parmi lesquels figurent en particulier les fonds monétaires, les fonds d'investissement de crédit, les «*exchange traded funds*», le «*credit hedge funds*», les fonds de capital-risque, les courtiers en valeurs mobilières,

<sup>53</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, op. cit., note X, p. 16.

<sup>54</sup> *Enhancing the Monitoring of Shadow Banking*, ECB Monthly Bulletin, February 2013, p. 89.

les organismes de titrisation, les assureurs de crédit et les garants financiers, les compagnies financières et les « *trust companies* ». Cette diversité se trouve exacerbée par des modes de fonctionnement variables d'une place financière à l'autre et des cadres réglementaires différents. Aussi, le FSB propose dans ses recommandations du 29 août 2013 de cerner les entités du *shadow banking* à travers les fonctions économiques comportant potentiellement un risque pour la stabilité financière. Cinq fonctions sont cernées à ce titre : (i) la gestion de véhicules d'investissement collectif exposés au risque de rachats massifs ; (ii) l'octroi de crédits basés sur des financements à court terme ; (iii) l'intermédiation d'activités de marchés dépendant de financements à court terme ou garantis par des actifs, (iv) les soutiens à l'octroi de crédits et (v) l'intermédiation de crédit liée à la titrisation et le financement d'entités financières. Grâce à cette catégorisation, l'observation doit pouvoir se concentrer sur les entités dites sensibles en ce qu'elles contribuent aux transformations d'échéances ainsi qu'aux effets de levier sans être assujetties aux règles prudentielles destinées à prémunir contre ces risques. Sont laissés ainsi en dehors du champ de surveillance notamment les fonds de pension<sup>55</sup> ou les structures de « *full matching securitisation* », qui ne soulèvent *a priori* pas de risques systémiques. À la demande du G20, le FSB a pris en juin 2012 l'initiative d'introduire, par ailleurs, un « *Legal Entity Identifier* » (« LEI ») pour toute entité juridique partie à une transaction financière<sup>56</sup>. Le référentiel global préconisé permettra, entre autres, d'identifier les concentrations de risques dans le système financier et de collecter des données plus précises sur les diverses entités qui contribuent au développement du *shadow banking*. Dans sa récente communication relative au *shadow banking*, la Commission européenne indique qu'elle envisage de préparer une proposition législative qui rendrait obligatoire l'utilisation d'un LEI dans l'espace européen.

## Sous-section 2

### **Les opérations**

Au-delà des acteurs, le regard doit être porté sur des transactions typiques du *shadow banking* qui échappent encore largement aux données prises en compte pour la surveillance de la stabilité du système financier, que ce soit au niveau national, européen ou international. Sont visées ici spécialement les opérations sur produits dérivés conclues « *over the counter* », certaines titrisa-

<sup>55</sup> *Idem*, p. 3.

<sup>56</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *A Global Legal Entity Identifier for Financial Markets*, Report 8, June 2012.

tions et les financements fondés sur la mobilisation de titres comme les prêts de titres ou ventes avec promesses de rachat.

Parmi les propositions les plus remarquables figure la création de répertoires ou référentiels centraux. L'Union européenne a récemment introduit l'obligation d'utiliser de tels répertoires pour plusieurs types de transactions, en particulier les opérations de dérivés. Le règlement dit EMIR<sup>57</sup> impose ainsi à toutes les contreparties financières ou non financières à des contrats de dérivés (futures, opérations à terme, *swaps*) de notifier les détails de ces contrats à un référentiel central («*trade repository*»)<sup>58</sup>, y compris pour ceux qui sont négociés de gré à gré. Ces informations seront disponibles aux autorités et, en partie seulement, au public<sup>59</sup>. La Banque centrale européenne propose pour sa part la création d'un registre européen pour les opérations de pension sur titres<sup>60</sup>. Le FSB se rallie à cette suggestion dans son récent rapport sur les opérations de prêt et vente avec promesse de rachat de titres en préconisant que les informations recueillies et agrégées servent à établir des tendances sur la taille du marché, la composition du collatéral et les *haircuts*<sup>61</sup>.

Notons qu'à un niveau microprudentiel, il est important que les comptes des entreprises qui concluent de manière systématique certains types de dérivés renseignent de manière précise sur le niveau de risque auquel elles se trouvent exposées. La faillite du groupe d'assurance AIG, largement exposé à des positions prises par le biais de contrats d'échange (SWAPS) a montré que ces informations restaient souvent insuffisantes, cachant des pertes importantes<sup>62</sup>.

D'autres initiatives visent à étendre à des entités qui, pour l'instant, restaient en dehors du périmètre de supervision des règles de *reporting* propres aux entités réglementées. Tel est l'objet notamment de la directive AIFM<sup>63</sup> qui,

---

<sup>57</sup> Article 9.

<sup>58</sup> Pour plus de détails voy. FAQ on EMIR, [http://ec.Europe.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/derivatives/docs-121114](http://ec.Europe.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/docs-121114).

<sup>59</sup> Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, article 81.

<sup>60</sup> *Enhancing the Monitoring of Shadow Banking*, *op. cit.*, p. 89.

<sup>61</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for addressing Shadow Banking Risk in Securities Lending and Repos*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013, recommandations 1 à 5.

<sup>62</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 40.

<sup>63</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

dans le sillage du Dodd-Frank Act aux États-Unis<sup>64</sup>, met en place un régime de transparence harmonisé pour l'ensemble des fonds dits alternatifs, y compris les « *hedge funds* », les fonds de capital-risque et les fonds immobiliers. Au Luxembourg, ces entités empruntent principalement la forme d'OPC partie II<sup>65</sup>, de SIF<sup>66</sup>, de SICAR<sup>67</sup> ou de SOPARFI<sup>68</sup>. Qu'elles optent pour un statut ou pour un autre, elles devront en tout état de cause fournir des renseignements précis sur leurs objectifs et les restrictions d'investissement, l'usage d'effets de levier, les méthodes de gestion du risque de liquidité, les procédures d'évaluation des avoirs et la méthodologie de *pricing* en plus des informations financières périodiques.

## Section 2

### Gérer les risques

Certains risques inhérents au *shadow banking* sont d'ores et déjà suffisamment bien identifiés pour prendre des mesures susceptibles de les éviter ou du moins de les limiter. Les propositions émanant à ce sujet du FSB, de l'IOSCO, du Comité de Bâle ou des institutions européennes sont nombreuses et variées. Plutôt que d'en dresser ici l'inventaire, il nous paraît plus intéressant de présenter les différents terrains d'actions envisagés en distinguant les mesures qui visent à corriger certains effets pervers des instruments mobilisés par le *shadow banking* (sous-section 1), de celles qui tendent à améliorer le fonctionnement des marchés (sous-section 2) et des règles qui régissent l'exercice d'activités financières, réglementées ou non (sous-section 3). Cette catégorisation permet de couvrir les cinq domaines spécifiques dans lesquels le FSB recommande, dans ses conclusions du 29 août 2013, de prendre des mesures, à savoir la réduction du risque de contagion du secteur bancaire par le secteur parallèle, la réduction de l'exposition des fonds du marché monétaire aux risques de retraits massifs, l'usage à bon escient de la technique de titrisation, la réduction des risques que les opérations de prêt et de vente avec

<sup>64</sup> St. L. SCHWARCZ, *op. cit.*, p. 632 et les références y citées (voy. note de bas de page, numéro 61).

<sup>65</sup> OPC Partie II: organismes de placement collectifs soumis à la partie II de la loi du 17 décembre 2010 sur les organismes de placement collectifs telle que modifiée (et qui ne se qualifient pas d'OPCVM sous la Directive 2009/65/CE).

<sup>66</sup> SIF: fonds d'investissement spécialisés soumis à la loi du 13 février 2007 telle que modifiée.

<sup>67</sup> SICAR: sociétés d'investissement à capital risque soumis à la loi du 15 juin 2004 telle que modifiée.

<sup>68</sup> SOPARFI: sociétés de participation financière établies sous la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales telle que modifiée.

promesse de rachat de titres font peser sur la stabilité financière et les cours des marchés, et enfin les risques de fragilité des entités du *shadow banking*. Elle intègre au surplus les mesures prises ou préconisées sur un plan européen et permet de porter une attention particulière à celles qui sont susceptibles de toucher le plus directement les activités de la place financière de Luxembourg.

Sous-section 1

### **Correction des effets pervers des instruments**

Deux instruments du *shadow banking* se sont trouvés dans la ligne de mire des autorités préoccupées par le développement du secteur parallèle : les fonds du marché monétaire à valeur d'inventaire constante (§ 1) et les opérations de prêt et de vente avec promesse de rachat de titres (§ 2).

#### **§ 1. Fonds du marché monétaire (« Money Market Funds »)**

Alors que les fonds du marché monétaire sont perçus par les investisseurs comme des instruments offrant une sécurité presque équivalente à celle des dépôts bancaires tout en offrant le même niveau de liquidité, la récente crise financière a montré qu'ils n'étaient pas à l'abri de faillites<sup>69</sup>. Le succès de ces fonds est lié surtout aux rendements légèrement supérieurs qu'ils offrent en comparaison avec les dépôts en compte bancaire<sup>70</sup>. Ils ont connu un essor spectaculaire outre-Atlantique comme en Europe.

La forme qui soulève actuellement le plus de critiques est celle des fonds à valeur nette d'actif constante. En d'autres mots, la valeur des parts ou actions reste figée au prix de souscription – typiquement un euro ou un dollar, ce qui renforce l'apparence d'une quasi-monnaie<sup>71</sup>. Pour arriver à ce résultat, le revenu du fonds, calculé journalièrement, est soit distribué, soit disponible pour l'acquisition de parts supplémentaires. Sur le plan comptable, les actifs sont évalués au coût d'acquisition amorti des primes (ou des « rabais ») jusqu'à l'échéance. Le décalage entre la valeur de marché des actifs et leur valeur comptable a pour conséquence que la valeur nette constante correspond à une valeur théorique qui n'est point garantie aux investisseurs qui souhaitent le rachat de leurs parts et pour lesquels il faut liquider des positions corres-

<sup>69</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight of Regulation of Shadow Banking, An integrated Overview of Policy Recommendations*, 18 November 2012, p. 1.

<sup>70</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 18.

<sup>71</sup> Voy. E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 35, qui décrit comment l'industrie des fonds aux États-Unis a convaincu en 1983 la SEC de permettre aux fonds monétaires de calculer leur valeur nette d'actif sur base constante.

pondantes du portefeuille des fonds en question. Il s'agit là d'une différence essentielle avec les fonds monétaires à valeur nette d'actif variable (« VNAV ») dont les investisseurs sont loin d'être toujours conscients.

Aussi, des voix se sont levées au sein de l'IOSCO comme de la Commission européenne pour requérir la transformation des fonds du marché monétaire à valeur d'actif constante en fonds à valeur d'actif variable. Cette mesure figure en particulier dans le catalogue des quinze recommandations émises par l'IOSCO pour renforcer la sécurité des fonds d'investissement monétaires et améliorer la prise de conscience par les investisseurs des risques qu'ils comportent<sup>72</sup>. À défaut d'opérer cette transformation, les fonds du marché monétaire ne devraient être autorisés qu'à détenir que des actifs quasi sans risque ou être astreints au respect de règles prudentielles équivalentes à celles des banques.

Dans sa récente proposition pour un règlement européen sur les fonds monétaires du 4 septembre 2013<sup>73</sup>, la Commission européenne adopte une position proche, quoique moins sévère, en prévoyant de soumettre les fonds du marché monétaire à valeur d'actif constante à un régime d'autorisation spécifique ainsi qu'à l'obligation de respecter un coussin de liquidité équivalant au moins à 3% de la valeur totale des actifs<sup>74</sup>. Aux États-Unis, où les fonds du marché monétaire à valeur d'actif constante sont légion, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) semble retenir une approche plus souple en obligeant les fonds en question à conserver en portefeuille une proportion significative d'actifs assortis de brèves échéances (typiquement 30% des avoirs ayant une échéance maximale de 7 jours selon la règle 2a-7<sup>75</sup> de la SEC) et en les contraignant à attirer mensuellement l'attention des investisseurs sur le décalage entre la valeur nominale, mais théorique, et la valeur de marché des parts.

Les propositions de l'IOSCO et de la *Commission européenne* ne font pas l'unanimité dans l'industrie des fonds en Europe, qui souligne que les fonds du marché monétaire bénéficient déjà d'un niveau de sécurité adéquat du fait que la plupart d'entre eux sont soumis au régime des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») instauré par la Directive 2009/65/

<sup>72</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, *Policy Recommendations for Money Market Funds*, en ligne : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD392.pdf>.

<sup>73</sup> Proposition pour un règlement du Parlement européen et du Conseil sur les fonds d'investissements monétaires, COM (2013) 615/2.

<sup>74</sup> Le règlement proposé s'appliquerait, s'il était adopté, en plus des directives OPCVM ou AIFM selon le régime applicable au fonds.

<sup>75</sup> Rule 2a-7 of the Investment Company Act of 1940.

CE<sup>76</sup>. Les restrictions d'investissement qui en découlent imposent aux fonds du marché monétaire de tenir des actifs suffisamment liquides et restreignent leur possibilité de recourir à des effets de levier excessifs. Par ailleurs, la réglementation OPCVM impose aux fonds de gérer de manière continue leurs risques de liquidité.

Dans sa réponse à la consultation de la Commission européenne sur les OPCVM<sup>77</sup>, l'association luxembourgeoise des fonds d'investissement («ALFI») insiste sur le fait que les fonds monétaires à valeur nette d'actif constante («CNAV») présentent une alternative appréciée des investisseurs qui sont à la recherche d'investissements à rendement stable et d'une gestion aisée d'un point de vue comptable et fiscal. Elle estime, par conséquent, qu'ils ne doivent être ni bannis ni assujettis à des contraintes qui les empêchent d'offrir aux investisseurs un rendement en ligne avec leur niveau de risque<sup>78</sup>.

## § 2. Prêts et mises en pension de titres

Au cours des dernières années, les opérations de prêt et de mise en pension de titres sont devenues l'un des principaux segments du *shadow banking*. Pour de nombreux titres, elles contribuent de manière importante à assurer la liquidité des marchés secondaires et jouent ainsi un rôle positif dans l'ajustement des prix.

La mobilisation de titres permet aux banques comme à de nombreuses entreprises de se financer sur un marché particulièrement actif. Les opérations sont le plus souvent conclues pour de courtes durées : 48 % des «repos» en cours ont une échéance de moins d'un mois et de nombreux «repos» sont en fait des transactions «*overnight*», de sorte qu'elles sont généralement considérées comme faisant partie du marché monétaire<sup>79</sup>. Ceux qui se refinancent par ce biais pour investir les ressources des emplois à plus long terme, par exemple des crédits bancaires, se trouvent ainsi exposés à un risque de décalage de maturité.

Le principal danger inhérent aux larges volumes des opérations de financement fondées sur des titres tient toutefois à une caractéristique différente à savoir, comme nous l'avons déjà observé, le fait que les mêmes titres sont mobilisés en chaîne à plusieurs reprises. L'analyse menée par Sigh et Aitken montre que fin 2007, des actifs gérés par des *hedge funds* d'une valeur totale

<sup>76</sup> EFAMA (European Fund and Asset Management Association), *Reply to the EC Consultation Document on UCITS*, p. 40, voy. aussi *UCITS caught up in Shadow Banking crackdown, Ignites Europe*, 13 May 2013 <http://www.igniteseurope.com/pc/517211/57721>.

<sup>77</sup> ALFI, *Reply to EC Consultation Document on UCITS*, 2012, p. 17.

<sup>78</sup> *Idem*, p. 16.

<sup>79</sup> KL. BAKK-SIMON, ST. BORGIOLO, C. GIRON, H. HEMPELL *et al.*, *op. cit.*, p. 16.

d'environ un billion d'USD faisaient l'objet d'une quadruple «*rehypothecation*»<sup>80</sup>. Cette pratique est source, par construction, d'importants effets de levier, puisque précisément la même garantie sert à plusieurs opérations de crédit successives entre des parties différentes. La technique n'est évidemment pas sans risques pour ceux qui voient leur droit sur des titres substitué par une créance. Les liquidités rendues disponibles par ce biais atteignent surtout aujourd'hui de tels volumes qu'elles sont susceptibles de mettre en péril la stabilité du système financier. Pour le FSB, ce danger est d'autant plus sérieux que les autorités en charge de la surveillance de la stabilité ne disposent que de données incomplètes sur ces opérations, que les banques figurent parmi les entreprises les plus exposées aux risques de décalage de maturité et d'effets de levier excessifs liés aux opérations de financement sur titres, et que ces opérations risquent d'avoir un effet procyclique sur les cours des titres mobilisés.

Il n'est donc pas étonnant que le FSB ait ciblé plus particulièrement les opérations de prêt et de vente avec promesse de rachat de titres dans ses recommandations du 29 août 2013 en leur consacrant une étude à part<sup>81</sup>. La présente contribution ne permettant pas de détailler l'ensemble des mesures proposées, nous nous contentons d'en relever une qui nous paraît typique du genre de règles susceptibles de réduire les dangers inhérents à certains instruments du *shadow banking*.

Dans les opérations de mise en pension, la technique utilisée pour prémunir celui qui reçoit les titres en garantie contre une perte de valeur consiste logiquement à réduire d'une certaine marge le crédit accordé, communément dénommée «*haircut*». Plus les marges entre le prix de vente et le prix de rachat des titres sont réduites, plus celui qui en dispose peut se procurer un crédit important. À l'inverse, lorsque ces marges augmentent en raison, par exemple, d'une plus grande volatilité des prix des titres en question, l'effet de levier se resserre. Le FSB s'est inquiété d'abord que les méthodes pour calculer ces marges restent très variables et reposent le plus souvent sur des données historiques trop courtes. Il plaide donc pour des standards communs de détermination des marges basés sur une analyse des cours sur des périodes plus longues tenant compte notamment de la volatilité des prix sur les périodes suffisamment étendues pour comprendre également des moments de tension sur les marchés. Plus originale est cependant sa proposition d'introduire des

<sup>80</sup> M. SINGH, J. AITKEN, «The (sizable) Role of Rehypothecation in the Shadow Banking System», *op. cit.*, pp. 3-4.

<sup>81</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight of Regulation of Shadow Banking, Policy framework for addressing Shadow Banking risks in securities lending and repos*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013.

marges minimales pour les opérations apportant un financement à des entités non réglementées. Par ce biais, l'effet de levier se trouverait automatiquement plafonné et le risque d'impact procyclique réduit. Sans rentrer plus dans le détail de cette suggestion, déclinée en fonction du type de titres mobilisés, l'on voit que les régulateurs n'hésitent plus à prévoir des interventions quasi chirurgicales sur les conditions financières d'opérations pour contenir leurs effets potentiellement dangereux pour la stabilité du système financier. Il faudra cependant veiller que, par ce biais, le coût du crédit disponible via les opérations de mobilisation des titres ne se trouve pas accru au point de tarifier une source de financement importante pour les entreprises et les banques. Le juste équilibre ne sera sans doute pas facile à déterminer.

#### Sous-section 2

### **Amélioration du fonctionnement des marchés**

Un second niveau d'intervention consiste à sortir certaines opérations utilisées par le *shadow banking* de l'opacité des négociations privées, de gré à gré, pour les placer sous la lumière de marchés plus transparents et les soumettre à une certaine surveillance. Les deux suggestions principales concernent les produits de titrisation d'un côté et les produits dérivés ainsi que les opérations de mise en pension de l'autre.

#### **§ 1. Marché des produits titrisés**

Le marché de la titrisation est au cœur même du débat entourant le *shadow banking* alors que la titrisation en constitue, comme nous l'avons observé, l'un de ses principaux instruments.

L'effondrement des marchés de *subprimes* a mis au grand jour les dangers que la titrisation peut représenter pour la stabilité du système financier. En opérant une transformation de crédit (notamment par l'amélioration de la qualité de la dette émise par l'organisme de titrisation en différentes tranches: senior, mezzanine, junior), une transformation d'échéances (par l'utilisation d'instruments de dette à court terme pour financer des actifs à plus long terme) et une transformation de liquidité (par la création d'instruments liquides pour financer des actifs illiquides), les opérations de titrisation recèlent potentiellement les principaux risques associés au *shadow banking*<sup>82</sup>.

Leur objectif est le plus souvent intimement lié au développement du secteur parallèle, puisqu'il consiste à déplacer des actifs, typiquement des prêts, en

<sup>82</sup> Z. POZSAR, T. ADRIAN, A. ASHCRAFT et H. BOESKY, *op. cit.*

particulier hypothécaires ou d'autres portefeuilles de créances, en dehors du bilan des banques («*originator*»), pour faire porter le risque lié à ces actifs par des investisseurs. L'*originator* se refinance ainsi sur le marché ce qui, en soi, peut être une opération économiquement efficiente tant pour lui que pour les investisseurs. Ces derniers peuvent, en fonction de leur appétit de risque, souscrire à différentes tranches de titres et assumer ainsi ensemble le risque de crédit initial, en principe dans de meilleures conditions que l'*originator*. Ce bénéfice n'est atteint cependant qu'à condition que l'opération n'aboutisse pas à une perte de conscience de ce risque de crédit<sup>83</sup>. Or, la complexité croissante des opérations, l'apparition de titrisations synthétiques, l'intervention de sociétés «orphelines» émettant des ABCP faisant l'objet de titrisations successives ont rendu l'évaluation des risques extrêmement difficile, même pour des investisseurs professionnels<sup>84</sup>. Ceux-ci ont donc fini par se fier aux appréciations des agences de notation. Depuis la crise des *subprimes*, on sait à quel point ces notations nourrissaient des illusions de sécurité qui ont été détrompées par l'effondrement des marchés de nombreux produits titrisés<sup>85</sup>.

En réaction, l'IOSCO et le FSB préconisent de renforcer les obligations d'information à la charge des émetteurs, et surtout de promouvoir une standardisation des produits<sup>86</sup>, afin de garantir une plus grande transparence aux opérations de titrisation et de faciliter une meilleure appréciation des risques qu'elles comportent. Pour l'IOSCO, il est essentiel de donner accès aux investisseurs (qui sont pour la plupart des investisseurs institutionnels) à des informations claires et, pour autant que possible, selon des modèles uniformisés sur la structure et les actifs sous-jacents.

À une meilleure qualité des informations doit idéalement faire écho aussi une plus grande uniformisation, entre les juridictions, des règles d'évaluation comptable. Cette standardisation des produits doit à son tour favoriser le recours par les agences de notation à des modèles d'évaluation des risques plus pertinents et plus transparents.

Cette amélioration des marchés trouvera probablement un prolongement dans une plus large supervision des opérations et des structures de titrisation.

<sup>83</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 13.

<sup>84</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, pp. 13 et 14.

<sup>85</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 13, cet auteur attire notamment l'attention sur le fait que certains acteurs du marché (en l'occurrence Goldman Sachs) connaissant les règles appliquées par les agences de notation arrivaient à structurer la titrisation de manière à ce qu'elles obtiennent un certain niveau de *rating* plutôt qu'un autre (page 37), voy. aussi R. J. GILSON et CH. K. WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, *Columbia Law Review*, 2008, vol. 108, pp. 245-246.

<sup>86</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>.

Les États-Unis pourraient montrer ici la voie<sup>87</sup>, quoique, dans certains pays, une telle supervision soit déjà partiellement en place. Ainsi, au Luxembourg, les organismes de titrisation, qui émettent en continu des valeurs mobilières à destination du public, doivent dès à présent être agréés par la Commission de surveillance du secteur financier (« CSSF ») pour exercer leurs activités<sup>88</sup>. Le contrôle opéré porte notamment sur les documents constitutifs de l'organisme de titrisation, la composition de son conseil d'administration et des organes de contrôle, le prospectus relatif à l'émission de valeurs mobilières ou les conventions avec les prestataires de services. Tout au long de la durée de vie de l'organisme de titrisation, la CSSF veille par ailleurs à vérifier les documents d'émission de titres, les rapports financiers préparés par l'organisme de titrisation à l'attention de ses investisseurs et des agences de notation, les rapports annuels et les documents émis par les réviseurs d'entreprises dans le cadre de leur contrôle et les changements ayant trait aux prestataires de services ou à la structure des commissions. Un tel contrôle participe clairement à rendre le marché des produits titrisés plus efficient.

Ces mesures peuvent être rapprochées de celles qui sont envisagées pour le marché des opérations de mise en pension ou de vente avec promesse de rachat de titres qui constituent une autre source de financement importante du secteur bancaire parallèle.

## § 2. Contrepartie centrale pour pensions sur titres et dérivés

À côté des mesures évoquées ci-dessus pour contrer les effets de levier excessifs inhérents aux opérations de mise en pension (voy. section 2, sous-section 1, § 2, ci-dessus), ces opérations comme les produits dérivés présentent un second danger du fait qu'elles sont généralement conclues en dehors de marchés organisés et dénouées le plus souvent directement entre cocontractants. Cette situation ne contribue pas seulement à une certaine opacité de ces opérations, mais aggrave également le risque de contrepartie et, par ricochet, celui d'un effet de contagion.

D'où l'idée de soumettre les opérations de dérivés ou de « repos » à un système réglementé via une contrepartie centrale et à la constitution de marges couvertes par des garanties<sup>89</sup>.

<sup>87</sup> G. B. GORTON, « Slapped in the Face by the invisible hand: Banking and the Panic of 2007 », *op. cit.*, p. 40.

<sup>88</sup> Article 19, loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

<sup>89</sup> E. F. GERDING, *op. cit.*, p. 18, G. B. GORTON, « Information Liquidity and the (ongoing) Panic of 2007 », *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, 2009, n° 14649, available at <http://www.nber.org/papers/w14649>.

En Europe, une obligation de compensation à travers une contrepartie centrale concernant les contrats de dérivés de gré à gré a été introduite par le règlement UE n° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux dit « EMIR ». Outre certaines obligations de déclaration pour les contrats de dérivés auxquelles il a été fait référence ci-dessus, « la réglementation EMIR »<sup>90</sup> oblige les contreparties financières (établissements de crédit, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance et réassurance, organismes de placement collectif en valeurs mobilières, sociétés de gestion, fonds de pension et fonds alternatifs) ainsi que les contreparties non financières (toute entreprise de l'Union européenne qui n'est pas une contrepartie centrale ou une contrepartie financière) atteignant certains seuils, de compenser l'ensemble des contrats de dérivés de gré à gré de même catégorie à travers une contrepartie centrale agréée<sup>91</sup>. Le règlement EMIR est entré en vigueur le 16 août 2012 et les mesures de niveau II, publiées en décembre 2012<sup>92</sup>, sont effectives depuis la fin du premier trimestre 2013<sup>93</sup>.

Dans ses récentes recommandations d'août 2013, le FSB préconise une solution similaire de compensation multilatérale via une contrepartie centrale également pour les opérations de mise en pension de titres<sup>94</sup>. Il rend attentif cependant que l'avantage de l'élimination du risque de contrepartie pourrait être contrebalancé par une augmentation du coût de ces opérations et le fait que pour certains types de titres (surtout ceux qui sont peu liquides), la compensation centrale s'avérera difficile en pratique. Ainsi le FSB, tout en soutenant fermement l'idée du CCP, invite les autorités et États à évaluer les avantages et inconvénients pour déterminer les opérateurs qui doivent être assujettis à un tel système devrait être rendu obligatoire.

<sup>90</sup> KL. BAKK-SIMON, ST. BORGIOLI, C. GIRON, H. HEMPELL *et al.*, *op. cit.*, p. 17.

<sup>91</sup> Les contrats de dérivés concernés sont des instruments financiers à terme (le règlement EMIR renvoie à l'annexe 1, section C, points 4 à 10 de la directive 2004/39/CE) négociés de gré à gré (« OTC »), c'est-à-dire dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé européen (ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme un équivalent à un marché réglementé), alors que l'obligation de déclaration au référentiel central dont est question ci-avant s'applique à tous les contrats dérivés, que ces contrats soient OTC ou non. En revanche, EMIR ne régit pas le recours par une contrepartie aux techniques de mise en pension ou opérations de rachat de titres.

<sup>92</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm).

<sup>93</sup> Les contreparties centrales ont 6 mois pour remplir les conditions décrites dans les mesures de niveau 2, de sorte que la réglementation EMIR pourra devenir opérationnelle dans le courant de l'année 2013.

<sup>94</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for addressing Shadow Banking Risk in Securities Lending and Repos*, Bâle, FSB Publications, 29 August 2013, recommandations 10 et 11.

Au-delà des mesures visant les instruments du *shadow banking* et de celles tendant à améliorer le fonctionnement des marchés de la titrisation, des opérations de mise en pension de titres et de produits, une troisième série de mesures vise les acteurs eux-mêmes.

Sous-section 3

### **Réglementation des acteurs**

Il convient de distinguer ici les règles et les propositions qui s'adressent directement aux acteurs du *shadow banking* de celles qui visent les banques, afin de les prémunir indirectement contre une exposition trop importante aux risques inhérents au secteur parallèle.

#### **§ 1. Contrôle direct du secteur parallèle**

La question récurrente qui se pose pour tous les acteurs opérant parallèlement aux banques tout en étant exposés à des risques similaires ou liés est de savoir s'il ne faut pas les sortir du secteur non ou peu réglementé pour soumettre l'exercice de leurs activités à certaines conditions et, éventuellement, à un régime de supervision. Certains acteurs du secteur parallèle se trouvent à cet égard plus particulièrement dans la ligne de mire, comme les fonds alternatifs, les ETF et les agences de notation.

##### **A. Les fonds alternatifs**

La récente réglementation des fonds alternatifs en Europe constitue une bonne illustration du déplacement d'activités du secteur non réglementé vers le secteur réglementé.

Depuis l'adoption de la directive dite « AIFMD »<sup>95</sup>, les gestionnaires de fonds alternatifs se trouvent en effet assujettis dans l'Union européenne à un régime inspiré de celui qui s'applique aux gestionnaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières<sup>96</sup>. En contrepartie, ils bénéficient également du passeport européen. L'approche est délibérément large, puisque le concept de fonds d'investissement alternatif (« AIF ») recouvre tout organisme de placement collectif levant des capitaux auprès d'investisseurs pour les investir conformément à une politique d'investissement et qui échappe au champ d'application des OPCVM. Sont ainsi ciblés notamment les « *hedge funds* », les

<sup>95</sup> Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.

<sup>96</sup> Organismes de placement collectif en valeurs mobilières tombant dans le champ d'application de la Directive 2009/65/CE.

« *venture capital funds* », les fonds immobiliers, les fonds d'infrastructure, les fonds de « *private equity* » ou encore les fonds de capital-risque.

La législation AIFM<sup>97</sup> oblige les gestionnaires de ces fonds de solliciter une autorisation et de se soumettre à une autorité de supervision prudentielle au sein de l'Union européenne. Ils devront, par ailleurs, remplir des conditions en termes de fonds propres, d'organisation et d'infrastructure, de gestion de liquidités et de risques. Ils devront désigner un dépositaire pour les avoirs sous gestion et seront soumis à des règles de transparence vis-à-vis de leurs investisseurs et de leurs autorités. En particulier, chaque gestionnaire devra déterminer un montant maximal d'effet de levier qu'il pourra utiliser pour les fonds qu'il gère.

La législation AIFM devrait prémunir les fonds alternatifs contre les risques typiques du secteur bancaire parallèle. Ainsi, pour éviter le danger de retraits massifs provoqués par des mouvements de panique, les fonds alternatifs ne pourront être distribués qu'à des investisseurs professionnels et non pas à une clientèle « *retail* ». Le gestionnaire devra établir une politique de gestion permettant d'identifier les risques auxquels sont exposés les AIF dont il assume la gestion (risques de marché, risques opérationnels, risques de liquidité) et faire des tests de stress réguliers. Le risque de transformation de maturité devra être contrebalancé par l'obligation de conserver en permanence un minimum d'avoirs liquides. Les investisseurs devront être prévenus des risques identifiés et des limites que le gestionnaire entend respecter pour les effets de levier. Les gestionnaires sont soumis également à des obligations d'information étendues vis-à-vis des autorités de contrôle<sup>98</sup>, afin de les mettre en mesure d'intervenir en cas de nécessité.

Voilà donc une parfaite illustration de la manière dont certaines activités qui, jusqu'à présent, échappaient largement à une réglementation en Europe se trouvent aujourd'hui en quelque sorte sorties de l'opacité.

### **B. Les « *Exchange Traded Funds* » (« *ETF* »)**

Les ETF offrent en théorie une sécurité accrue aux investisseurs du fait que leur cotation contribue à les rendre plus liquides. Cet attrait a contribué à

<sup>97</sup> Introduite au Luxembourg par une loi du 12 juillet 2013, *Mémorial A*, 15 juillet 2013, n° 119.

<sup>98</sup> Voy. ALFI, *Comments on European Commission Green Paper on Shadow Banking*, 19 March 2012, Annexe 2, Table of risks covered by measures implemented by AIFMD.

l'important succès que ces fonds connaissant depuis quelque temps. Leur marché équivaldrait aujourd'hui à près de 2 billions d'USD<sup>99</sup>.

En pratique, les ETF se sont trouvés cependant investis massivement dans les actifs moyennement, voire peu, liquides tout en recourant à d'importants effets de levier, notamment via le recours aux prêts de titres. Par ailleurs, des produits innovants, tels les ETF synthétiques qui utilisent des produits dérivés, posent de nouveaux problèmes en termes de risque de contrepartie<sup>100</sup>. D'où les velléités de les soumettre également à une réglementation plus contraignante.

En Europe, une grande partie de ces ETF sont des OPCVM et entrent ainsi dans le champ d'application de la Directive 2009/65/CE. Celle-ci est susceptible de répondre aux principaux dangers du secteur bancaire parallèle. Afin que les risques posés par les ETF soient pris en compte de manière adéquate, l'ESMA a développé cependant des lignes de conduite spécifiques<sup>101</sup>. Celles-ci prévoient en particulier des règles de transparence particulières et imposent aux OPCVM cotés de respecter des limites de diversification dans le cadre de l'utilisation d'instruments financiers dérivés.

### C. *Les agences de notation*

La responsabilité des agences de notation dans le développement de la grande crise financière a été régulièrement mise en évidence. Il apparaît qu'elles ont eu également un impact négatif sur l'expansion du secteur parallèle, comme le souligne la Commission européenne en les critiquant d'avoir « dans de nombreux cas, facilité un octroi de crédit excessif et provoqué des réactions procycliques, y compris dans le secteur du système bancaire parallèle, en facilitant une prise de levier excessive »<sup>102</sup>.

Sous la pression du G20, les États-Unis comme l'Europe<sup>103</sup> soumettent aujourd'hui les agences de notation à un nouveau cadre réglementaire et tendent également à libérer les banques d'une certaine dépendance des nota-

<sup>99</sup> Voy. *Financial Times* du 25 juillet 2013, où il est indiqué que le montant des transactions qui n'ont pas trouvé de contrepartie (mesuré chez 30 des plus grands ETF) a atteint à nouveau un niveau inquiétant en 2013 (supérieur à USD 3,96 bn).

<sup>100</sup> Voy. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Potential financial stability issues arising from recent trends in ETFs*, 12 April 2011.

<sup>101</sup> *Guidelines for competent authorities and UCITS management companies on ETFs and other UCITS issues*, annexe à la circulaire CSSF 13/599.

<sup>102</sup> Communication de la Commission européenne, *Le système bancaire parallèle – remédier aux nouvelles sources de risques dans le secteur financier* (COM (2013) 614 final), 4 septembre 2013, p. 8.

<sup>103</sup> Voy. notamment Règlement 462/2013 du 21 mai 2013 modifiant le Règlement 1060/2009 sur les agences de notation de crédit.

tions émises par ces agences. Ces nouveaux régimes devraient contribuer à améliorer la qualité et la transparence des processus d'évaluation, à assurer un plus haut niveau de neutralité aux agences par l'introduction de règles destinées à limiter les conflits d'intérêts, et à obliger les établissements de crédit à effectuer leur propre évaluation du risque de crédit, plutôt que de se fier de manière exclusive et quasi mécanique à des notations externes.

Ces trois exemples des fonds alternatifs, des ETF et des agences de notation illustrent, de façon diverse, la manière dont les régulateurs tentent aujourd'hui de restreindre le domaine non réglementé en créant de nouveaux cadres réglementaires. Une autre manière de contenir les risques du secteur parallèle consiste à renforcer le régime réglementaire et prudentiel auquel sont soumises les banques et les entreprises d'assurance pour limiter l'effet de contagion des possibles tensions dans le secteur parallèle sur le secteur bancaire et d'assurance.

## § 2. Contrôle indirect du secteur parallèle

Depuis la crise financière, la réglementation des banques et des compagnies d'assurance ne cesse d'être renforcée pour tenir compte de risques qui manifestement n'avaient pas été pris en considération de manière suffisante auparavant. Certaines de ces mesures ciblent plus particulièrement les dangers liés au développement du *shadow banking*.

Il en est ainsi, notamment, des nouvelles règles que les banques doivent respecter en lançant une opération de titrisation ou en investissant dans des produits titrisés. Le recours massif à la titrisation par certaines banques et intermédiaires financiers qui ont orienté leurs activités sous un modèle dit « *originate and distribute* » a eu notamment pour effet de baisser sensiblement les standards d'appréciation des risques qui sont titrisés. Ce travers a pu être observé de manière très nette à propos des crédits *subprime* américains.<sup>104</sup> Les titrisations en chaîne illustrent comment des investisseurs finaux, parmi lesquels de nombreuses banques européennes, ont pu être exposés à des risques dont ils ne mesuraient plus l'importance<sup>105</sup>.

Pour éviter ces effets pervers, il est prévu tout d'abord d'obliger l'originateur de l'opération de titrisation de conserver à sa charge une partie du risque<sup>106</sup>. Cela

<sup>104</sup> D. LONGWORTH, *op. cit.*, note X, p. 12.

<sup>105</sup> R. WATSON, « Le rôle crucial de la titrisation », *Banque & Stratégie*, 2012, n° 302, pp. 5-6.

<sup>106</sup> L'article 17 de la directive AIFMD impose à l'initiateur ou au sponsor d'une opération de titrisation de conserver un intérêt économique d'au moins 5% dans les opérations dans lesquelles le gestionnaire investirait pour compte de ses AIF. Cette règle était déjà contenue dans la CRD II (Directive 2009/111/CE).

devrait l'inciter à rester plus attentif à la vraie valeur des actifs sous-jacents. Les banques qui offrent des lignes de crédit ou de liquidités à des véhicules de titrisation devront couvrir ces engagements par des fonds propres suffisants. Parallèlement, le traitement comptable relatif aux transferts de risque opérés par la voie de titrisations ainsi que les règles de consolidation à des fins prudentielles des véhicules utilisés sont revues<sup>107</sup>.

Le traitement prudentiel d'opérations de titrisation ne constitue qu'un exemple d'une approche plus globale visant à obliger les banques à réduire leur exposition aux risques inhérents au secteur parallèle. Selon les nouvelles règles élaborées sous l'égide du comité de Bâle (II.5 et III), les banques seront ainsi tenues de tenir compte plus précisément de leurs engagements implicites et des risques de réputation. Le comité de Bâle étudie également comment le régime d'exposition aux grands risques peut faire une plus juste place aux risques du secteur parallèle, notamment ceux liés à sa relative opacité et son imbrication avec le secteur bancaire réglementé<sup>108</sup>.

Ces règles vont certainement dans la bonne direction. Il ne faut cependant pas négliger qu'elles peuvent aussi comporter certaines répercussions négatives. À titre d'illustration, les nouvelles exigences de capitaux propres que le Comité de Bâle envisage d'introduire pour les engagements de liquidité que les banques prennent vis-à-vis des fonds d'investissement du marché monétaire<sup>109</sup> pourraient conduire ces derniers à renoncer à ce type de garantie et donc les exposer, en définitive, à des risques de liquidité accrus. Pareillement, les fonds propres additionnels qui pourraient être requis pour les opérations de mise en pension de titres sont susceptibles d'aboutir à un rétrécissement d'un marché qui constitue pourtant une source de financement importante pour les banques<sup>110</sup>.

Un encadrement plus strict du *shadow banking*, quel que soit le moyen employé, doit reposer sur de solides raisons. Les risques que certains acteurs ou opérations présentent pour la stabilité du système financier justifient qu'ils soient soumis à des contrôles ou restrictions. Mais il faut veiller à ce que le risque concret qu'ils comportent ou génèrent soit identifié et compris de façon précise pour que les mesures envisagées permettent de l'éviter ou du moins d'en limi-

<sup>107</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, *op. cit.*, note X, p. 25.

<sup>108</sup> J. CHAPMAN, ST. LAVOIE et L. SCHEMBRI, *op. cit.*, note X, p. 36.

<sup>109</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Recommendations of the Financial Stability Board*, Bâle, FSB. Publications, 27 October 2011, p. 19.

<sup>110</sup> *Financial Times* du 24 juillet 2013, *US Banks warn of risk to USD 7tn repo market*, où il est suggéré que les propositions obligerait les banques à devoir détenir environ USD 180 bn de fonds propres réglementaires supplémentaires pour couvrir leurs opérations de « repo ».

ter les conséquences. À défaut, la réglementation pourrait non seulement s'avérer inefficace, mais encore brider des activités qui ont leur utilité économique. Il va sans dire qu'une concertation internationale est indispensable pour que le *shadow banking* ne se déplace pas vers les cieux les plus cléments.