



LOUVAIN
School of Management

UNIVERSITE CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

*La régulation est-elle la solution appropriée pour
contenir les risques liés au shadow banking ?*

Promoteur : **Robert Peirce**

Mémoire-recherche présenté par
Christophe Dehut
en vue de l'obtention du titre de
Master en sciences de gestion

ANNEE ACADEMIQUE 2014-2015

Avant toute chose, je tiens à remercier les membres de mon jury qui ont accepté de consacrer une partie de leur précieux temps à l'évaluation de ce travail.

Je prie également mon promoteur, Robert Peirce, d'accepter ma sincère reconnaissance pour m'avoir accompagné tout au long de ce mémoire. Sa disponibilité, ses connaissances et ses conseils m'ont été d'une aide indispensable pour l'élaboration de ce travail.

Je remercie également ma famille pour le soutien dont j'ai pu bénéficier tout au long de l'année et pour les encouragements qui m'ont permis de rendre ce mémoire dans les délais.

Finalement, je souhaite faire part de mon entière gratitude à toutes les personnes qui m'ont accordé leur aide considérable lors de la relecture de mon manuscrit, et tout particulièrement à Corentin Robert dont l'expérience et les conseils ont indéniablement contribué à améliorer la qualité de ce mémoire.

Table des matières

INTRODUCTION.....	1
PARTIE I : QU'EST-CE QUE LE SHADOW BANKING ?	3
I. DÉVELOPPEMENT DU SHADOW BANKING	3
II. COMMENT DÉFINIR LE SHADOW BANKING ?	4
III. INTERMÉDIATION DE CRÉDIT : SYSTÈME TRADITIONNEL VS. SHADOW BANKING.....	5
1. <i>Les quatre aspects fondamentaux de l'intermédiation de crédit.....</i>	<i>5</i>
2. <i>Les sept étapes de l'intermédiation de crédit du shadow banking.....</i>	<i>7</i>
IV. SHADOW BANKS	10
1. <i>Fonds du Marché Monétaire – Money Market Fund.....</i>	<i>11</i>
1.1. Définition.....	11
1.2. Fonctionnement	11
1.3. Réglementation avant la crise financière de 2008.....	12
1.4. Valeur Liquidative constante	13
1.5. Vulnérabilité aux runs.....	13
1.6. Les MMFs et la crise financière de 2008	15
1.7. Rôle des MMFs au sein du shadow banking.....	16
2. <i>Agences gouvernementales (Government-Sponsored Enterprises).....</i>	<i>16</i>
2.1. Définition.....	16
2.2. Fonctionnement	17
2.3. Réglementation avant la crise financière de 2008.....	18
2.4. Les agences gouvernementales et la crise financière de 2008.....	18
2.5. Rôle des agences gouvernementales au sein du shadow banking	19
3. <i>Les 'autres entités' du shadow banking.....</i>	<i>19</i>
3.1. Fonds de Placement/Investissement – Credit Investment Funds.....	20
3.2. Fonds Indiciel Côtés ou Index Tracker – Exchange Traded Funds.....	20
3.3. Fonds Spéculatifs – Credit Hedge Funds.....	21
3.4. Fonds de Private Equity – Private Equity Funds.....	21
3.5. Courtiers en Valeurs – Securities Broker-Dealers	22
3.6. Entités de Titrisation – Securitization Entities.....	22
3.7. Garants Financiers – Financial Guarantors.....	22
3.8. Entreprises Financières – Finance Companies.....	22
V. ACTIVITÉS DU SHADOW BANKING ET RISQUES INHÉRENTS.....	23
1. <i>Titrisation.....</i>	<i>23</i>
1.1. Introduction	23
1.2. Fonctionnement	23
1.3. Les acteurs du processus de titrisation.....	25
1.3.1. Agences de notation (Credit Rating Agencies)	26
1.3.2. Gestionnaire d'actifs (Asset Manager).....	26

1.3.3.	Garant (Financial Guarantor)	27
1.3.4.	Arrangeur (Arranger)	27
1.3.5.	Originateur (Originator)	27
1.3.6.	Fonds Commun de Créances (Special Purpose Vehicle – SPV)	27
1.3.7.	Recouvreur (Servicer)	27
1.3.8.	Dépositaire (Trustee)	27
1.3.9.	Investisseurs (Investors)	28
1.4.	Risques posés par la titrisation	28
2.	<i>Repos</i>	29
2.1.	Introduction	29
2.2.	Caractéristiques	29
2.3.	Risques posés par les repos	30
3.	<i>Prêts de titres</i>	31
3.1.	Introduction	31
3.2.	Fonctionnement	31
3.3.	Risques posés par les prêts de titres	32
VI.	AVANTAGES DU SHADOW BANKING	33
1.	<i>Avantages de la titrisation</i>	33
1.1.	Avantages pour les acteurs impliqués	33
1.2.	Avantages pour l'économie	34
2.	<i>Avantages des repos</i>	34
2.1.	Avantages pour les acteurs impliqués	34
2.2.	Avantages pour l'économie	35
3.	<i>Avantages des prêts de titres</i>	36
3.1.	Avantages pour les acteurs impliqués	36
3.2.	Avantages pour l'économie	36
VII.	POURQUOI RÉGULER LE SHADOW BANKING ?	37
PARTIE II : COMMENT SECURISER LE SHADOW BANKING ?		40
I.	LA RÉGULATION, UNE RÉPONSE IMMÉDIATE FACE À LA CRISE	40
1.	<i>Le Conseil de Stabilité Financière</i>	40
1.1.	Définition	40
1.2.	Rôle dans la régulation du shadow banking	41
1.2.1.	Définition au sens large du shadow banking	41
1.2.2.	Les cinq groupes de travail du Conseil de Stabilité Financière	42
1.2.3.	Taille du shadow banking et localisation autour du monde (Offshore)	44
1.2.4.	Renforcement de la surveillance des entités du shadow banking	47
1.2.5.	Renforcement de la surveillance des marchés de repos et de prêts de titres	48
2.	<i>Comité de Bâle sur le contrôle bancaire</i>	48
2.1.	Définition	48
2.2.	Rôle dans la régulation du shadow banking	48
2.2.1.	Régulation des investissements bancaires dans tous les types de fonds	49
2.2.2.	Améliorer la mesure et le contrôle des grandes expositions	50
3.	<i>Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)</i>	51

3.1.	Définition.....	51
3.2.	Rôle dans la régulation du shadow banking.....	51
3.2.1.	Recommandations de l'OICV concernant les MMFs.....	51
3.2.2.	Recommandations de l'OICV concernant la titrisation	52
4.	<i>La Commission Européenne</i>	52
4.1.	Définition.....	52
4.2.	Rôle dans la régulation du shadow banking.....	52
II.	LA RÉGULATION, UNE SOLUTION APPROPRIÉE ?	53
1.	<i>Qu'est-ce que la régulation financière ?</i>	54
2.	<i>Désavantages de la régulation financière du shadow banking</i>	54
3.	<i>Quelles sont les alternatives envisageables ?</i>	55
3.1.	Instruments fondés sur le marché (market-based).....	56
3.2.	Corégulation	56
3.3.	Alternatives supplémentaires.....	57
	PARTIE III : ETUDE DE CAS : LE SHADOW BANKING CHINOIS.....	59
I.	LE SYSTÈME FINANCIER CHINOIS	59
II.	SHADOW BANKING CHINOIS	61
1.	<i>Définition</i>	61
2.	<i>Taille et causes de développement</i>	61
2.1.	Taille du shadow banking en Chine.....	61
2.2.	Causes de la croissance élevée du shadow banking en Chine.....	62
3.	<i>Activités et acteurs</i>	64
3.1.	Activités effectuées par des banques	64
3.1.1.	Produits de Gestion du Patrimoine (<i>Wealth Management Products</i>)	64
3.1.2.	Coopération avec les sociétés fiduciaires (<i>trusts</i>).....	65
3.1.3.	Coopération avec les sociétés de titres	66
3.1.4.	Actifs interbancaires : acceptations bancaires et prêts confiés	67
3.2.	Activités effectuées par des institutions financières non-bancaires (NBFIs)	68
3.2.1.	Prêts fiduciaires (<i>trust loans</i>)	68
3.2.2.	Micro-crédit	69
3.2.3.	Prêts sur gage (<i>pawnshops</i>).....	69
3.2.4.	Leasing financier.....	69
3.3.	Activité effectuées par des institutions non-financières.....	69
3.3.1.	Prêts privés.....	69
3.3.2.	Microfinance en ligne.....	70
3.4.	Garanties de crédit.....	70
III.	COMPARAISON AVEC LE SHADOW BANKING DES ETATS-UNIS	70
IV.	AVANTAGES ET RISQUES DU SHADOW BANKING CHINOIS	73
1.	<i>Dangers</i>	73
2.	<i>Avantages</i>	74
V.	RÉGULATION APPLIQUÉE AU SHADOW BANKING CHINOIS	75
VI.	LE SHADOW BANKING CHINOIS CAUSERA-T-IL LA PROCHAINE CRISE FINANCIÈRE ?	76

1. « Oui, ce shadow banking chinois causera la prochaine crise. »	76
2. « Non, ce shadow banking chinois ne causera pas la prochaine crise. »	78
CONCLUSION	79
BIBLIOGRAPHIE	- 1 -
ANNEXES	- 9 -
ANNEXE 1 : HISTOIRE DE FANNIE ET FREDDIE AVANT LA CRISE DE 2007	- 9 -
ANNEXE 2 : LES DIFFÉRENTES STRATÉGIES DES MANAGERS DE FONDS SPÉCULATIFS	- 11 -
ANNEXE 3 : CARTOGRAPHIE DU SHADOW BANKING	- 12 -
ANNEXE 4 : CADRE RÉGLEMENTAIRE ENGLOBANT LES SHADOW BANKS	- 17 -
ANNEXE 5 : RECOMMANDATIONS RELATIVES AUX PRÊTS DE TITRES ET AUX REPOS	- 20 -
ANNEXE 6 : RECOMMANDATIONS RELATIVES AUX FONDS DU MARCHÉ MONÉTAIRE	- 23 -
ANNEXE 7 : RECOMMANDATIONS RELATIVES À LA TITRISATION	- 26 -

Liste des abréviations

ABCP : Asset-Based Commercial Paper	HOLC : Home Owners' Loan Corporation
ABS : Asset-Backed Security	HUD : Department of Housing and Urban Development
AIR : Analyse de l'Impact de la Réglementation	ICA : Investment Company Act
BCDA : Banque de Chine du Développement Agricole	IFI : Institut de la Finance Internationale
BDC : Banque de Développement de Chine	LPFC : Limited Purpose Financial Company
BIEC : Banque Import-Export de Chine	LTA : Look-Through Approach
BIS : Bank for International Settlements	MBA : Mandate-Based Approach
BPC : Banque Populaire de Chine	MBS : Mortgage-Backed Security
CBT : Certificat de Bénéficiaire du Trust	MMF : Money Market Funds
CCRB : Commission Chinoise de Réglementation Bancaire	MUNFI : Monitoring Universe of OFIs
CDO : Collateralized Debt Obligation	NBFI : Non-Bank Financial Institution
CE : Commission Européenne	OFI : Other Financial Intermediary
CFO : Centre Financier Offshore	OICV : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
CHF : Credit Hedge Funds	PC : Papier Commercial
CSF : Conseil de Stabilité Financière	PEF : Private Equity Funds
ETF : Exchange-Traded Funds	Repo : Repurchase agreement
FBA : Fall-Back Approach	RMBS : Residential Mortgage-Backed Security
FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation	S&L : Savings and Loan
FGI : Fund Global Institute	SEC : Security and Exchange Commission
FHLBS : Federal Home Loan Bank System	SIV : Structured Investment Vehicle
FMA : Federal Housing Administration	SPV : Special Purpose Vehicle
G-SIFI : Global-Systematically Important Financial Institution	VFGL : Véhicule de Financement des Gouvernements Locaux
GCR : Groupe Consultatif Régional	VIC : Véhicule d'Investissement Collectif
GLBA : Gramm-Leach-Bliley Act	VL : Valeur Liquidative
GSA : Glass-Steagall Act	WMP : Wealth Management Product
GSE : Government-Sponsored Enterprise	WS : Workstream
GTAD : Groupe de Travail d'Amélioration de la Divulgence d'informations	

INTRODUCTION

Dans un contexte où la crise de 2008 est encore dans toutes les mémoires et l'économie globale sort peu à peu la tête de l'eau, il est judicieux d'espérer que le pire est derrière nous, que la prochaine débâcle économique mondiale ne se produira plus avant quelques décennies. Cependant, de nombreux économistes tendent à penser le contraire et un phénomène encore méconnu jusqu'à récemment inquiète au plus haut point : le shadow banking. Ce terme, inventé en 2007 par l'économiste américain Paul McCulley, fait initialement référence aux entités spécialisées permettant aux banques de diminuer leur besoin en fonds propres.

En effet, la crise économique mondiale de 2008 est unique en son genre par son caractère global et celle-ci a donc démontré que même si la mondialisation économique procure un nombre incalculable d'avantages, ce phénomène expose également le système financier global à une faillite généralisée. Les interconnexions entre des institutions financières situées aux quatre coins du monde fragilisent la stabilité de celui-ci. Pour cette raison, de nombreuses institutions mettent régulièrement en place différentes politiques de réglementation ayant pour but de renforcer cette stabilité. Cependant, dans un monde où les banques délaissent de plus en plus leurs activités de services pour se focaliser sur les profits de leurs actionnaires, ces politiques se révèlent particulièrement contraignantes. Dès lors, de nombreuses techniques sont mises en place dans le but de contourner ces régulations et d'engendrer des profits toujours plus importants.

Pendant plus de 30 ans, les innovations financières se sont multipliées, permettant de générer des revenus élevés de manière quasi infaillible. Parmi celles-ci, la plus importante était peut-être la titrisation, qui offrait l'opportunité de diversifier presque totalement le risque de crédit et d'effectuer des investissements apparemment sans risque générant des rendements plus intéressants que ceux offerts par les banques. De cette façon, un nouveau système de financement, fondé sur le marché, s'est développé en parallèle au système bancaire. De nouvelles institutions non-bancaires ont alors vu le jour afin d'effectuer des activités similaires aux banques, sans subir les contraintes réglementaires imposées à ces dernières. En effet, celles-ci étant généralement imposées pour protéger les économies des ménages, elles ne sont pas d'application pour les institutions financières ne recevant pas de dépôts.

A l'époque, et jusque récemment, ces nouvelles activités étaient perçues comme étant peu risquées et les autorités réglementaires ont donc adopté un comportement de laisser-faire. Elles ont même été jusqu'à mener une politique de déréglementation du système bancaire visant à encourager le développement de ces nouvelles techniques. Cependant, la crise financière de 2008 a mis en lumière les risques liés à ce shadow banking system, qui regroupe donc ces institutions non-bancaires effectuant des activités similaires aux banques, en dehors de tout périmètre réglementaire. Ce système de l'ombre, qualifié ainsi à cause de l'opacité des produits qui y transitent, a d'ailleurs joué un rôle non-négligeable dans l'effondrement en chaîne des marchés qui a finalement provoqué la crise économique.

En raison de la politique de laisser-faire des autorités de l'époque, ce shadow banking s'est développé de manière considérable et englobe des produits de plus en plus opaques et complexes. De ce fait, même s'il fait depuis 2010 l'objet d'une attention particulière des régulateurs, il reste encore aujourd'hui mal défini. De plus, sa taille considérable – \$75 billions à la fin de l'année 2013 – et les nombreux risques que nous lui connaissons désormais font de ce système l'une des plus grandes menaces à la stabilité financière mondiale. Néanmoins, il est également porteur de nombreux avantages économiques et sociaux. L'enjeu pour les régulateurs est donc de taille : stabiliser le shadow banking avant qu'il ne provoque une nouvelle crise tout en maximisant les bénéfices qu'il confère à l'économie.

Ainsi, ce mémoire va se scinder en trois parties, à l'issue desquelles nous tenterons de savoir si la régulation est la réponse appropriée aux problèmes posés par le shadow banking. Dans un premier temps, nous tenterons d'expliquer, de la manière la plus exhaustive et compréhensible possible, en quoi consiste le shadow banking et quels en sont les risques et les avantages, tant pour l'économie que pour les acteurs qui y prennent part. Ensuite, pendant la deuxième partie nous étudierons de manière approfondie la question de la régulation traditionnelle et des autres alternatives possibles pour sécuriser ce système. Finalement, nous effectuerons une étude de cas sur le shadow banking chinois, vis-à-vis duquel les économistes sont le plus alarmistes.

PARTIE I : QU'EST-CE QUE LE SHADOW BANKING ?

I. Développement du shadow banking

Depuis leur existence, les banques d'affaires ont toujours été les principaux fournisseurs de liquidité à l'économie. Cependant, une nouvelle source s'est développée au cours des dernières décennies, disponible grâce à un nouvel ensemble d'institutions fondées sur le marché. Ces institutions – qualifiées de **shadow banks** à cause de leur capacité à effectuer des activités similaires à celles des banques, en dehors du champ réglementaire de ces dernières – jouent un rôle d'intermédiaire dans ce processus de création de liquidité sur les marchés financiers.

Cependant, il a fallu attendre l'utilisation très répandue de la titrisation afin que ce système fondé sur le marché ne prenne une importance significative. Cette utilisation croissante de la titrisation débuta avec l'abolition du Glass-Steagall Act¹ en 1999, résultat d'une politique de déréglementation financière ayant débuté au début des années 80 aux USA. En effet, même si ce phénomène de titrisation débuta dans les années 70 avec la vente de titres adossés à des créances hypothécaires, il explosa véritablement avec l'émergence de larges conglomérats financiers. Celle-ci rendue possible grâce au Gramm-Leach-Bliley Act de 1999, qui signe la fin du GSA et supprime l'incompatibilité existant entre les banques d'investissement, les banques de dépôt, ainsi que les métiers d'assurance. GLBA fut établi afin de légaliser la fusion entre la banque d'affaire Citicorp et la compagnie d'assurance Travelers Group, formant de ce fait le conglomérat financier Citigroup (Nersisyan, 2015).

Ces conglomérats ont joué un rôle important dans la croissance du shadow banking et font partie de ce que Pozsar, Adrian, Ashcraft et Boesky appellent le shadow banking system interne. Selon eux, ce sous-système interne fait référence *au processus d'intermédiation de crédit d'un réseau global de banques, sociétés financières, courtiers et assets managers, ainsi que les activités au bilan et hors bilan* (Pozsar et al., 2010). En effet, avec leurs activités hors bilan et leurs filiales non-bancaires, elles ont activement participé à chaque étape du processus de création de liquidité au sein du shadow banking.

¹ Cet acte exigeait une séparation des métiers de banque de dépôt et de banque d'investissement.

II. Comment définir le shadow banking ?

C'est en 2007 que Paul McCulley, économiste américain, a inventé le terme *shadow banking* afin de faire référence aux entités ad hoc² mises en place par les banques afin d'accroître leur capacité de financement. Cette définition a ensuite été élargie par le Conseil de Stabilité Financière afin de désigner *les opérations d'intermédiation de crédit effectuées en dehors du bilan des banques d'affaires réglementées et par d'autres institutions financières peu ou pas réglementées* (Conseil de Stabilité Financière, 2010). Le terme *shadow banks* peut parfois porter à confusion : il est utilisé pour décrire les entités prenant part à ces opérations d'intermédiation de crédit non réglementées alors que ces entités ne sont justement pas des banques au sens juridique. En effet, ces institutions financières spécialisées prennent part à des activités très similaires à celles des banques mais ne sont pas soumises à leur réglementation.

De nombreuses études ont été réalisées afin de définir de manière pointilleuse ce nouveau concept. Cependant, la taille de ce système et l'hétérogénéité des entités qui y prennent part ont rendu cette tâche très difficile, voire impossible. Selon l'Institut de la Finance Internationale, il est normal et même préférable de ne pas définir ce système de manière trop étroite, ce qui résulterait en une liste définitive des activités et des entités du shadow banking. En effet, cela aurait des conséquences déstastreuses sur les tentatives de régulation de ce système, et ce pour plusieurs raisons (Institut de la Finance Internationale, 2012) :

- Une approche unique serait adoptée afin de réglementer des activités ayant des caractéristiques et des risques très différents ;
- Une telle liste exclurait les activités qui, individuellement ne présentent pas les caractéristiques nécessaires, mais combinées avec d'autres activités, pourraient potentiellement générer un risque systémique³ ;
- Le fait qu'une activité participe au processus d'intermédiation financière et soit donc potentiellement porteuse de risque systémique dépend essentiellement du contexte économique dans lequel elle prend place, ainsi que de l'échelle à laquelle elle est opérée.

Il conviendrait donc d'adopter une définition qui engloberait l'ensemble du shadow banking, sans qu'elle ne soit trop restrictive. Ainsi, le Conseil de Stabilité Financière définit au sens large le *shadow banking system* comme étant un système d'intermédiation de crédit auquel

² Entités mises en place dans un but unique, financièrement indépendantes de leur créateur.

³ Risque qui peut mettre en péril la stabilité de l'ensemble du système financier.

participent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique. Cependant, la connotation *shadow banking* dérange certaines institutions par son côté péjoratif. Pour cette raison, ces dernières préfèrent l'appeler le système de financement parallèle ou alternatif. Pour une question de pratique, nous utiliserons le terme *shadow banking* tout au long de ce mémoire.

Afin de mieux comprendre ce qu'est à proprement parler le shadow banking, décomposons la définition proposée par le Conseil de Stabilité Financière. Nous pouvons observer quatre différentes parties, à savoir : intermédiation de crédit, entités, activités et système bancaire traditionnel. L'intermédiation de crédit et le système bancaire traditionnel seront traités dans un premier temps, tandis que les entités et les activités seront analysées ensuite.

III. Intermédiation de crédit : système traditionnel vs. shadow banking

L'**intermédiation de crédit** consiste à mettre en relation un prêteur et un emprunteur grâce un agent qui jouera le rôle d'intermédiaire entre les deux. Lorsque cette activité est gérée au sein d'une banque, elle est soumise à une réglementation stricte et une surveillance étroite. Cette intermédiation permet aux épargnants d'économiser du temps et de l'argent qui auraient été nécessaires s'ils avaient dû trouver eux-mêmes une contrepartie à qui prêter une fraction de leurs économies pour obtenir des intérêts en retour.

1. Les quatre aspects fondamentaux de l'intermédiation de crédit

La transformation de maturité consiste à emprunter à court-terme afin de financer un prêt ou un investissement à long-terme. Les emprunts à court-terme représentent les dépôts de particuliers ayant un excédent de liquidités. Ces dépôts correspondent par exemple aux comptes d'épargne et aux comptes courants que les clients détiennent dans une banque. Grâce à ces fonds ainsi collectés, les banques peuvent octroyer des prêts aux ménages et entreprises ayant besoin de liquidités. Cependant, cette transformation expose l'institution qui l'opère à des risques de durée⁴ et de rollover⁵, c'est-à-dire à des risques de hausse du taux d'intérêt.

⁴ La durée d'un actif détermine la sensibilité de son prix à un changement de taux d'intérêt.

⁵ Le rollover est le mot anglo-saxon pour faire référence au refinancement d'un actif lorsqu'il arrive à maturité.

Cependant, de tels risques ont aujourd'hui pratiquement disparu grâce à certaines techniques permettant de se couvrir contre une telle hausse.

La transformation de liquidité est similaire à la transformation de maturité. Les institutions financières collectent des actifs liquides qui permettront le financement d'engagements plus difficiles à liquider. En investissant ces actifs collectés, les entités font face au risque de *run*, c'est-à-dire le risque qu'un grand nombre d'épargnants décident de récupérer leur argent au même moment. En effet, ces derniers peuvent récupérer leur argent à tout moment ont donc la possibilité de le réclamer s'ils en ont besoin ou s'ils estiment qu'il y a un risque que la banque ne soit pas en mesure de leur en rembourser la totalité. Pour cette raison, la plupart des banques traditionnelles sont contraintes de mettre à disposition de manière constante une fraction des dépôts totaux, afin qu'ils puissent être retirés directement par leurs clients lorsqu'ils en ont besoin. De cette façon, les banques participent au processus de création de monnaie.

Durant les années précédant la Grande Dépression, les runs bancaires étaient très fréquents, ce qui causa la faillite de nombreuses banques à l'époque. Ceux-ci se produisaient dès qu'apparaissaient les premiers signes indiquant qu'une banque risquait d'être insolvable. En effet, les dépôts étant remboursés en intégralité jusqu'à ce que la banque soit à court de liquidités, il y avait un avantage significatif à faire partie des premières personnes à réclamer son argent. En 1933, le gouvernement américain a créé la Federal Deposit Insurance Corporation afin de persuader les épargnants que leurs économies ne risquaient rien au sein des banques, même en temps de panique. La FDIC assurait les dépôts à hauteur de \$250.000 par banque participante, chacune devant verser une commission pour bénéficier de cette assurance.

Aujourd'hui, les fonds de garantie des dépôts sont pratiquement présents dans tous les pays et permettent toujours d'assurer une certaine partie des dépôts des clients dans le cas d'une défaillance de leur banque. Les banques traditionnelles peuvent aussi bénéficier du soutien de la Banque Centrale si elles se retrouvent avec un besoin urgent de liquidité à court-terme ; elles emprunteront alors au *taux d'escompte* et la Banque Centrale jouera le rôle du prêteur en dernier ressort. Cette possibilité de refinancement n'est accessible qu'aux banques relativement en bonne santé mais ayant besoin de liquidités. Celles-ci mettront à la disposition de la Banque Centrale une partie de leurs actifs qui servira de collatéral en échange d'argent. Les shadow banks sont donc intrinsèquement plus fragiles que les banques traditionnelles puisqu'elles effectuent des transformations de maturité et de liquidité sans avoir accès à ces garanties explicites et directes de liquidités.

L'effet de levier est une technique utilisées par de nombreuses entités consistant à s'endetter afin d'augmenter sa capacité d'investissement. Cette pratique, très réglementée au sein des banques traditionnelles, permet d'augmenter les capitaux propres d'une entreprise tant que les profits générés par les investissements sont supérieurs au coût de l'endettement.

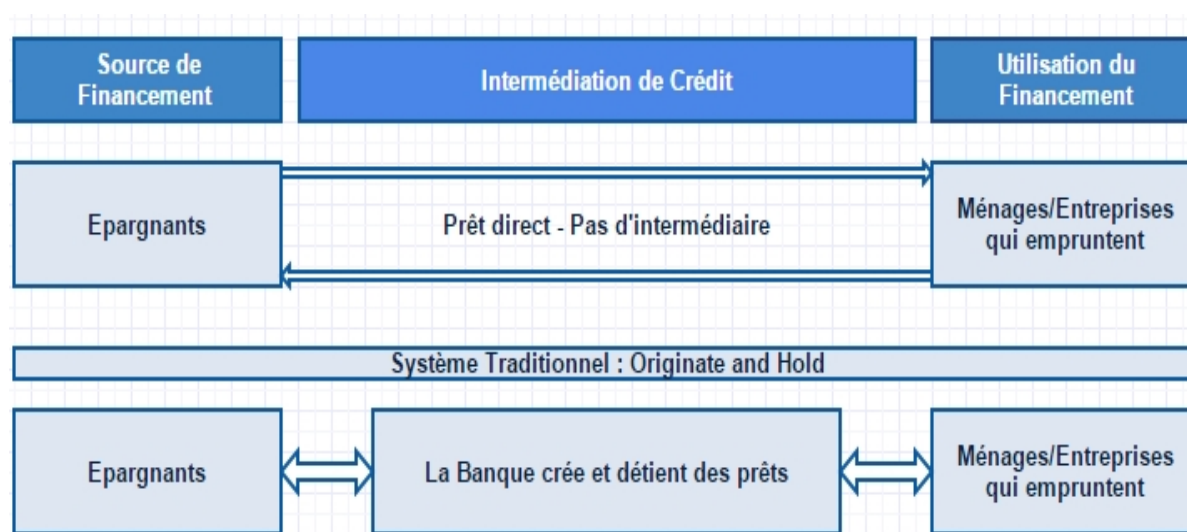
Le transfert du risque de crédit est l'opération permettant à l'émetteur d'une créance de transmettre le risque de défaut⁶ à une tierce partie.

2. *Les sept étapes de l'intermédiation de crédit du shadow banking*

Avant l'arrivée de la titrisation et autres innovations financières, le modèle *Originate and Hold* était l'unique modèle d'intermédiation de crédit. Le concept est assez simple : un particulier ou une entreprise avec un excès de liquidités et un désir d'épargner effectue un dépôt auprès de sa banque, grâce auquel il touchera des intérêts. De son côté, la banque émet (*originate*) un contrat de créance spécifiant les caractéristiques de ce dépôt. Elle va de cette manière collecter un certain nombre de dépôts qu'elle va pouvoir prêter, avec un taux d'intérêt plus élevé, à des particuliers ou des entreprises ayant un besoin en liquidités. La banque effectuera donc sa marge de profit grâce à la différence entre le taux d'intérêt auquel elle emprunte et celui auquel elle prête. La figure 1 illustre de manière simple l'intermédiation bancaire traditionnelle en la comparant à un système sans intermédiation.

En tant qu'intermédiaire de crédit, la banque effectue trois activités principales : la transformation des échéances et la transformation de liquidité, qui ont déjà été expliquées plus haut, et la transformation de crédit. Celle-ci consiste à améliorer la qualité d'un crédit en hiérarchisant les créances. De cette façon, certains clients, propriétaires de 'senior deposits' seront prioritaires par rapport à d'autres, propriétaires de 'junior deposits' par exemple. Cette priorité signifie qu'en cas de liquidation de la banque, ils seront les premiers à récupérer leur argent mais bénéficient généralement de taux d'intérêt moins intéressants.

⁶ Risque que le bénéficiaire du prêt ne rembourse pas celui-ci, principal et intérêts compris.

Figure 1. Intermédiation de crédit traditionnelle

Dans les années 70, les avancées technologiques et les innovations financières ont ouvert la voie à un nouveau type d'intermédiation de crédit, permettant aux institutions financières de transférer jusqu'à 80% de leurs créances à différents investisseurs. Dans leur rapport de 2010, Pozsar, Adrian, Ashcraft et Boesky ont expliqué le fonctionnement de l'intermédiation de crédit du shadow banking, basée sur la titrisation et le financement de gros. En effet, au sein de ce système, le financement s'effectue sous la forme d'instruments négociables tels que les repos et les papiers commerciaux. Les prêts des épargnants sont également transformés en instruments négociables grâce à la titrisation, ils détiennent donc des positions sur le marché monétaire plutôt que des dépôts bancaires. Cette intermédiation – permettant de transformer des prêts à long-terme, relativement risqués, en instruments négociables théoriquement sans risque – peut être interprétée comme étant un *taillage vertical* du mode d'intermédiation de crédit traditionnel en 7 étapes distinctes (Pozsar *et al.*, 2010) :

(1) Origination (création) de prêts

Des sociétés financières accordent des prêts divers tels que des prêts automobiles et des prêts hypothécaires non conformes, c'est-à-dire ceux que les agences gouvernementales (Government-Sponsored Enterprises - GSEs) ne peuvent acheter. Ces sociétés sont financées sur le marché monétaire par des papiers commerciaux et des billets à moyen terme.

(2) Stockage de prêts

Des conduits mono ou multivendeurs vont ensuite acheter une grande partie de ces prêts, chez différentes sociétés financières, afin de les stocker.

(3) L'émission d'ABS

Ces stocks de prêts seront transférés à des Special Purpose Vehicles, au sein desquels un groupe de courtiers spécialisés vont les trier afin des les *pooler*⁷ et les structurer en titres adossés à des actifs (ABS). Concrètement, c'est lors de cette étape que les prêts sont titrisés et deviennent des instruments négociables.

(4) Le stockage d'ABS

Ensuite, ces ABS seront à leur tour vendus et stockés par d'autres conduits, qui se financent par exemple sur le marché des repos.

(5) L'émission de CDO d'ABS

Lors de cette étape, ce sont aussi divers groupes de courtiers spécialisés qui vont s'occuper de *pooler* et de structurer les différents ABS en CDO au sein de SPVs.

(6) L'intermédiation d'ABS

L'intermédiation d'ABS est opérée par des sociétés financières à objet limité⁸ (LPFCs), des véhicules d'investissement structurés⁹ (SIVs) et des fonds spéculatifs. Ces entités sont financées, entre autres, par des repos et des ABCPs¹⁰.

(7) Le financement de gros – Wholesale Funding

Le financement de toutes ces activités et entités s'effectue sur les marchés financiers de gros grâce à des apporteurs de fonds. Parmi ceux-ci, nous retrouvons les intervenants du marché monétaire, régulés ou non, et des investisseurs directs sur ce même marché, tels que les prêteurs de titres.

Cet enchaînement est opéré dans un ordre bien précis, dans lequel chaque étape est effectuée par un type de shadow bank spécifique et grâce à une technique de financement particulière. Ce processus représente l'intermédiation du shadow banking classique mais n'est en aucun cas exhaustif : toutes les chaines d'intermédiation ne s'effectuent pas via ces sept étapes, dans certains cas, il peut même y en avoir plus. Cependant, dans tous les cas, la chaîne

⁷ Nous utiliserons ce terme anglais que nous francisons, afin de désigner le fait de rassembler des actifs de même nature dans le but de transformer cet ensemble (*pool*) en titre.

⁸ Institutions spécialisées qui ne collectent pas de dépôts et qui sont créées pour une opération spécifique.

⁹ Entités ad hoc spécialisées dans les opérations de titrisation.

¹⁰ Asset-Backed Commercial Papers : ce sont des titres de trésorerie adossés à un portefeuille d'actifs dont les paiements proviennent des flux associés à ce portefeuille.

commence avec l'origination des prêts et se termine avec le financement de gros, chaque shadow bank n'apparaissant qu'une seule fois. A chaque étape de ce mode d'intermédiation, les informations concernant les prêts constituant le départ de cette chaîne deviennent de plus en plus difficiles à retrouver à tel point qu'en fin de chaîne, les investisseurs achetant les titres finaux n'ont aucune information sur ces prêts originels. C'est pour cette raison que le terme *shadow banking* a été adopté : à cause du caractère opaque et non-régulé de ce système. Les investisseurs décident d'acheter ces titres dans l'espoir d'effectuer un profit futur : étant donné qu'ils achètent une petite partie d'un portefeuille composé de nombreux prêts, si l'un d'entre eux fait défaut, cela n'aura quasiment aucun impact sur la santé de l'investissement. Malheureusement, comme nous le verrons plus loin, cette perspective de sécurité concernant ces instruments complexes fondés sur le financement de gros et la titrisation était erronée pour plusieurs raisons, et le shadow banking a joué un rôle considérable lors de la crise des subprimes.

IV. Shadow Banks

Dans cette section, nous allons analyser les différents acteurs du shadow banking. Il faut savoir que les activités de ce système sont très variées et peuvent être effectuées par de nombreuses institutions financières différentes. L'identification de ces dernières est particulièrement délicate et divise encore aujourd'hui de nombreux économistes. En effet, les interconnexions entre le système bancaire traditionnel et le shadow banking compliquent grandement cette tâche. Le Conseil de Stabilité Financière (CSF) a identifié les principaux canaux qui nourrissent directement ces interconnexions (CSF, 2011) :

- Les banques traditionnelles peuvent faire partie de la chaîne d'intermédiation du shadow banking ;
- Les banques peuvent apporter un support au shadow banking soit en finançant directement certaines shadow banks, soit en offrant des lignes de crédit particulières.
- Les banques traditionnelles peuvent investir dans des produits financiers provenant du shadow banking ;
- Les banques traditionnelles peuvent se financer via les fonds du marché monétaire (MMFs) ou d'autres entités appartenant au shadow banking.

Néanmoins, nous allons décrire les principaux acteurs de ce système, identifiés par le CSF en fonction du risque systémique qu'ils présentent, de leur effet de levier et des transformations de liquidité et de maturité qu'ils effectuent. Le groupe de travail #3 du CSF a décidé de focaliser

son attention sur les entités suivantes : Credit Investment Funds, Exchange Traded Funds, Credit Hedge Funds, Private Equity Funds, Securities Broker-Dealer, Securitization Entities, Credit Insurance Providers/Financial Guarantors, Finance Companies.

Avant de nous lancer dans une analyse approfondie de ces différentes entités, il est nécessaire d'expliquer le fonctionnement des Fonds du Marché Monétaire – qui jouent un rôle capital dans le financement du shadow banking – et des agences gouvernementales – qui font partie des acteurs majeurs ayant favorisé la croissance du shadow banking.

1. Fonds du Marché Monétaire – Money Market Fund

1.1. Définition

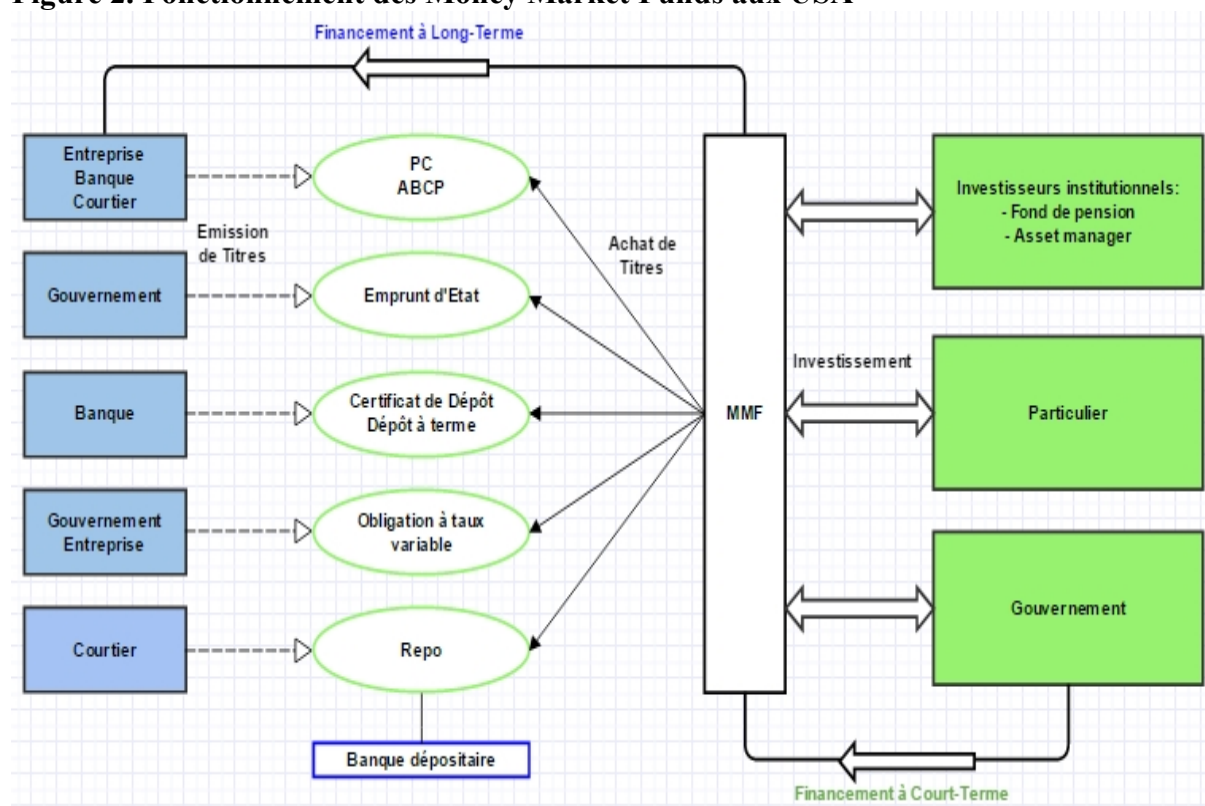
Les fonds du marché monétaire sont des fonds mutuels (ou fonds communs de placement) qui constituent des portefeuilles très diversifiés regroupant des instruments du marché monétaire tels que les papiers commerciaux, les certificats de dépôt et les billets du trésor. En investissant dans ces instruments à court terme à priori très peu risqués, ils jouent un rôle économique important puisqu'ils agissent comme intermédiaires entre des épargnants (ménages, entreprises, gouvernements) qui recherchent à investir dans une formule peu risquée et très liquide et des emprunteurs qui recherchent un financement à plus long terme. Ces fonds mutuels spécifiques constituent une source de financement importante pour les gouvernements, les entreprises et les institutions financières dans beaucoup de juridictions, y compris l'Europe et les Etats-Unis.

1.2. Fonctionnement

Comme l'illustre la figure 2, les MMFs constituent un intermédiaire entre le financement à court-terme et le financement à long-terme. Nous avons choisi d'utiliser ces notations *court* et *long* terme pour bien marquer la transformation de maturité effectuée. Cependant, en réalité, cette transformation s'effectue entre des financements à court terme et à *moins court terme*. En effet, les particuliers, les gouvernements et les investisseurs institutionnels ont la possibilité d'investir une partie de leur épargne dans les MMFs, afin d'obtenir un retour sur investissement quand ils le désirent. Tandis que de l'autre côté, les MMFs investissent dans des instruments monétaires de très bonne qualité ayant une maturité de maximum 397 jours. Les MMFs étant considérés comme une méthode aussi sûre et plus

rentable que les comptes d'épargne traditionnels, les épargnants avertis tendent donc à les privilégier.

Figure 2. Fonctionnement des Money Market Funds aux USA



Source : Adapté de l'Institut de la Finance Internationale (2012)

1.3. Réglementation avant la crise financière de 2008

La particularité de ces entités, pourtant au cœur du shadow banking, repose sur le fait qu'elles sont étroitement réglementées, et ce depuis 1940, lorsque l'Investment Company Act est entré en vigueur aux Etats-Unis. Cette loi – créée par la Security and Exchange Commission¹¹ afin de restabiliser le système financier américain après le Krach de 1929 – oblige les fonds mutuels à agir dans le meilleur intérêt de leurs clients. A l'inverse des autres fonds mutuels, les MMFs doivent en plus se conformer à la Règle 2a-7 de cette loi. Celle-ci, introduite en 1997 afin de diminuer leur risque systémique, impose aux MMFs de répondre à certaines exigences quant à la qualité, la maturité ainsi qu'à la diversité de leurs portefeuilles d'investissement. Par exemple, la durée de vie moyenne pondérée de ces derniers ne peut dépasser 60 jours, et au moins 10% de leurs actifs doivent pouvoir être transformés en liquidité

¹¹ Organisme fédéral américain chargé de contrôler et de réguler les marchés financiers.

sur demande. De plus, ils sont obligés de n'investir que dans des titres de haute qualité ayant un risque de crédit relativement faible.

1.4. Valeur Liquidative constante

La règle 2a-7 a pour but d'aider les MMFs à maintenir une valeur liquidative¹² constante, à hauteur de \$1 par action, via la méthode d'évaluation au coût amorti. Avec cette méthode, les titres sont évalués au coût d'acquisition (prix d'achat + frais d'acquisition), déduction faite de l'amortissement de la prime ou de la désactualisation de l'escompte. Ils ne sont donc pas évalués à leur *juste valeur*. Ainsi, il se peut que la valeur réelle de l'action (*VL de l'ombre*) ne soit pas égale à \$1 et c'est justement pour éviter cela que les MMFs sont obligés de comparer de manière périodique la VL constante et la VL de l'ombre des actions. Lorsqu'il y a une différence significative – supérieure à \$0,005 par action – entre ces VLs, le fonds doit réajuster le prix des ces actions. Ce phénomène est relativement rare et lorsqu'un fonds doit réévaluer la VL constante des ses actions à moins d'un dollar, on appelle cela *Breaking the Buck*, signifiant littéralement *casser le dollar* (Département du Trésor américain, 2010).

1.5. Vulnérabilité aux runs

Depuis l'implémentation de la Règle 2a-7, seulement deux MMFs n'ont pas réussi à maintenir une VL constante d'un dollar et ont été contraints de casser le dollar. Le premier cas se déroula en 1994 lorsqu'un MMF basé à Denver, connu sous le nom *Community Bankers U.S. Government Money Market Fund* dû liquidier l'ensemble de ses actifs (\$83 millions) à 94 centimes le dollar à cause d'une perte de capital liée à son exposition aux dérivés sur taux d'intérêt. Plus récemment, en septembre 2008, la liquidation de la Reserve Primary Fund à \$0,97 l'action mit en lumière la susceptibilité des MMFs au risque de run. Effectivement, lorsque les investisseurs estiment qu'il est possible que le fonds dans lequel ils ont placé leur argent puisse subir des pertes, chacun d'entre eux a intérêt à récupérer son placement – remboursable sur demande – avant les autres.

La SEC a identifié cinq caractéristiques des MMFs, de leurs sponsors et de leurs investisseurs expliquant cette motivation des investisseurs à récupérer leur placement en premier :

- (1) **Transformation des échéances avec des ressources de liquidité limitées** : les MMFs investissent dans des instruments très liquides mais aussi dans des titres qui le sont un peu

¹² Valeur des actifs nets d'un fonds.

moins, tel que les papiers commerciaux. En conséquence, si le fonds doit rembourser un grand nombre d'actions, il se peut qu'il ne dispose pas des ressources liquides nécessaires et se voit contraint de vendre des actifs moins liquides à un prix inférieur à leur valeur réelle. Les investisseurs ont donc tout intérêt à demander leur remboursement avant que le MMF n'ait liquidé tous ses instruments quasi-monétaires.

- (2) **Valeur liquidative constante arrondie à \$1** : le prix des actions des MMFs est arrondi au centime le plus proche, résultant de manière générale à un prix de \$1 par action. Dès lors, quand un tel fonds subit une petite perte de capital (moins de \$0,005) et doit rembourser un certain nombre d'investisseurs, ce remboursement se fera à un prix de \$1 dollar par action, c'est-à-dire à un prix supérieur à sa valeur réelle. Si un grand nombre d'investisseurs réclament un remboursement, la valeur liquidative de l'ombre diminuera substantiellement et le MMF pourrait être contraint de casser le dollar. Dans ce cas, les investisseurs restant ne seront pas remboursés à la valeur liquidative constante, mais bien au prix réajusté de l'action, et subiront des pertes sur leur investissement.
- (3) **Portefeuilles exposés aux risques de crédit et de taux d'intérêt** : même si cette exposition est faible étant donné la forte diversification des portefeuilles et les courtes échéances des titres dans lesquels les MMFs investissent, il peut suffire d'une seule faible perte de capital, combinée avec d'autres caractéristiques de ces fonds mutuels, pour déclencher un volume important de rérations¹³.
- (4) **Soutien discrétionnaire du sponsor** : les MMFs peuvent bénéficier d'une intervention de leur sponsor¹⁴ lorsqu'ils éprouvent des difficultés à rembourser les actions à leur valeur liquidative constante. Grâce à cette intervention, ils peuvent éviter de casser le dollar. Cependant, aucun contrat n'oblige les sponsors à supporter ces fonds mutuels en cas de difficulté et ils peuvent décider de ne pas fournir ce support – ou simplement ne pas en être capables – en temps de crise, ce qui constitue un risque systémique.

¹³ Tout au long de ce mémoire, nous utiliserons le terme *rédemption* pour faire référence à la demande de remboursement du dépôt d'un investisseur, intérêts compris.

¹⁴ Le sponsor est généralement celui qui constitue le fonds mutuel au départ et qui peut lui apporter un soutien financier par la suite.

(5) **Aversion au risque et attentes des investisseurs** : avant la crise, les investisseurs en étaient venus à considérer ces fonds comme étant extrêmement peu risqués, voire comme étant des proches substituts aux dépôts bancaires, bien qu'ils ne bénéficient pas d'assurance officielle. Cette caractéristique a attiré un grand nombre d'investisseurs totalement réticents à n'importe quelle prise de risque. Par conséquent, lorsque ceux-ci estiment qu'il existe ne serait-ce qu'une petite possibilité de perte, ils demanderont immédiatement à être remboursés, ce qui pourrait potentiellement conduire à un run.

Individuellement, ces caractéristiques n'auraient qu'un impact modeste sur la vulnérabilité des MMFs aux risques de runs. Cependant, combinées, elles tendent à s'amplifier et à se renforcer mutuellement.

1.6. Les MMFs et la crise financière de 2008

Lorsqu'à l'été 2007 le marché des subprimes s'est effondré aux Etats-Unis, beaucoup de MMFs ayant investi dans des papiers commerciaux adossés à des prêts immobiliers ont connu des pertes significatives. Dans certains cas, les sponsors des banques ayant émis ces ABCPs ont apporté un support important à ces dernières. Dans d'autres cas, ce sont les sponsors de ces MMFs en difficulté qui leur ont apporté leur soutien, notamment en leur rachetant certains investissements en difficulté. Cependant, les MMFs ne furent pas sortis d'affaire pour autant.

Le 15 septembre 2008, la banque d'investissement Lehman Brothers est déclarée en faillite. Cette action renforça une incertitude déjà grande quant à la solvabilité des grandes banques d'investissements, telles que Goldman Sachs et Morgan Stanley, ainsi que d'autres banques telles que Citigroup. Par conséquent, cela a conduit à un run des investisseurs qui décidèrent de réclamer le remboursement de leurs placements dans les *Prime MMFs* – investissant dans les papiers commerciaux et autres titres émis par les gouvernements ou les entreprises – afin de les investir dans les instruments sans-risque des Treasury MMFs tels que les T-Bills, T-Bonds et T-Notes américains (Investment Company Institute, 2012). Ainsi, durant la semaine du 15 septembre 2008, \$300 milliards furent remboursés par les Prime MMFs, c'est-à-dire 14% des actifs détenus dans ces fonds. De nombreux MMFs détenant des titres de Lehman Brothers éprouvèrent d'importantes difficultés à maintenir leur valeur liquidative à \$1 mais seul le Reserve Primary Fund, possédant plus de \$785 millions en papiers commerciaux de Lehman Brothers, ne put faire autrement que de casser le dollar et de réévaluer ses actions à \$0.97. A ce moment, le marché des papiers commerciaux était devenu illiquide et,

le 19 septembre 2008, le Département du Trésor des Etats-Unis annonça la mise en place d'un plan de garantie temporaire afin de protéger les investisseurs des MMFs. Durant les semaines suivantes, trois programmes additionnels furent entrepris pour rétablir la liquidité sur le marché des papiers commerciaux.

1.7. Rôle des MMFs au sein du shadow banking

Les MMFs gèrent des produits d'investissement soumis à la réglementation des titres de marchés, considérés comme faisant partie intégrante du shadow banking parce qu'ils permettent des transformations de maturité et de liquidité et constituent des sources importantes de financement à court-terme, surtout pour les banques. Contrairement à ces dernières, les MMFs n'ont pas accès aux facilités de support officiel lorsqu'ils éprouvent certaines difficultés et ont par exemple un besoin urgent de liquidités à court terme. De plus, ils ne bénéficient pas non plus du soutien explicite de leur sponsor, qui n'est donc pas obligé de les aider financièrement lorsqu'ils en ont besoin. Selon la définition proposée par le CSF, les MMFs sont donc des acteurs importants du shadow banking en fournissant aux banques et autres clients un financement à court-terme, loin d'être aussi sûr qu'il n'y paraît.

2. Agences gouvernementales (Government-Sponsored Enterprises)

Les entreprises sponsorisées par le gouvernement ont joué un rôle important dans la croissance du shadow banking. Les agences gouvernementales sont des entités propres aux Etats-Unis. Dans cette section, nous nous intéresserons principalement à celles liées au marché immobilier et plus précisément aux deux plus importantes de ces dernières décennies, à savoir Freddie Mac et Fannie Mae.

2.1. Définition

Le Congrès américain a défini officiellement le terme 'Government-Sponsored Enterprise' de manière assez complexe lorsqu'il a mis en place ces nouvelles institutions. Pour notre part, nous allons utiliser la définition, plus compréhensible, proposée par l'Omnibus Reconciliation Act (1990) : *une GSE est une personne morale créée par une loi des Etats-Unis qui*

- *possède une charte fédérale légalement autorisée,*
- *appartient au secteur privé,*
- *est dirigée par un comité de directeurs largement composé par des propriétaires privés,*

- *est une institution financière pouvant accorder des prêts ou des garanties de prêts à des fins limitées, telles qu'accorder un crédit à un secteur particulier,*
- *lève des fonds en empruntant ou en garantissant certaines dettes, sans limite de montant, et*
- *n'exerce pas de pouvoirs réservés au gouvernement (par exemple imposer des taxes).*

Concrètement, les agences gouvernementales sont des entités privées créées par le Congrès américain dans le but de remplir certains objectifs de politique publique. Elles possèdent donc un caractère *hybride*, dans le sens où leur statut privé leur requiert de maximiser le profit de leurs actionnaires, et leur statut d'*instrument du gouvernement* leur requiert de servir l'intérêt général.

2.2. Fonctionnement

La raison pour laquelle le Congrès américain a créé ces sociétés particulières réside dans la croyance que, sans de telles institutions, un domaine au sein duquel le financement par la dette est nécessaire ne fonctionnerait pas de manière efficiente (Kosar, 2007). Pour cette raison, le gouvernement américain leur attribue des avantages spécifiques qui ne sont pas disponibles pour les entités complètement privées. Par exemple, Freddie et Fannie avaient droit à des subventions implicites de crédit et bénéficiaient d'une exemption des taxes régionales et gouvernementales. Cependant, ces avantages ne sont pas gratuits, le gouvernement limite donc le domaine d'activités des GSEs et attend d'elles qu'elles remplissent certains objectifs de politiques publiques. Parmi ces objectifs, certaines agences gouvernementales (Fannie Mae et Freddie Mac par exemple) avaient pour but de fournir de la liquidité sur le marché immobilier sur une base nationale plutôt que régionale, et, de surcroît, de diminuer le prix des emprunts hypothécaires.

Les activités de ces deux agences gouvernementales prenaient principalement deux formes : la création de residential mortgage backed securities¹⁵ (RMBS) et la gestion de leur portefeuille d'investissement. Dans le premier cas, Fannie et Freddie achètent des groupements de prêts hypothécaires conformes afin de les titriser et de vendre ces nouveaux titres, appelés RMBS, sur le marché secondaire. Ces *agency RMBS* sont garantis par les GSEs, c'est-à-dire que même en cas de défaut, Fannie et Freddie continueront de payer les intérêts qu'ils doivent à leurs investisseurs. Ici, le seul risque couru par l'investisseur est donc le risque d'un brusque

¹⁵ Ce sont des titres dont les flux de trésorerie proviennent des prêts hypothécaires qui les composent.

changement dans les taux d'intérêt. Avec cette garantie, les agences gouvernementales se permettent de conserver une partie des paiements mensuels d'intérêts qu'ils considèrent comme un *frais de garantie*. Dans le second cas, les activités liées à leur portefeuille d'investissement consistent à garder des prêts hypothécaires au bilan et à jouer eux-même le rôle d'investisseurs. Parmi ces prêts se retrouvent des prêts hypothécaires qu'ils achètent à des banques ou des entreprises hypothécaires mais aussi leurs propres agency RMBS. L'histoire du développement des premières agences gouvernementales se trouve à l'annexe 1.

2.3. Réglementation avant la crise financière de 2008

Freddie Mac et Fannie Mae sont donc des institutions publiques créées par le gouvernement dans le but d'accroître la liquidité et la stabilité sur le marché immobilier secondaire américain. Elles sont contraintes par loi de n'opérer que sur ce marché secondaire, c'est-à-dire qu'elles ne peuvent pas fournir directement des prêts hypothécaires aux ménages. Elles ne peuvent pas non plus avoir affaire à des prêts hypothécaires dépassant une certaine taille, appelée *conforming loan limit*. Ceux dépassant cette limite sont appelés *prêts jumbo*. De plus, elles sont contraintes de traiter avec des prêts hypothécaires qui ont au minimum un acompte de 20% ou qui, dans le cas échéant, sont garantis par une forme d'assurance privée. Un tel acompte sur un prêt hypothécaire signifie simplement que le bénéficiaire de ce prêt doit posséder au moins un cinquième du prix de la maison et les payer sous forme d'acompte. Cela permet de réduire le risque de défaut de tels prêts (Jaffee, 2009).

2.4. Les agences gouvernementales et la crise financière de 2008

Freddie et Fannie sont au centre de la crise des subprimes aux Etats-Unis qui a débuté en juillet 2007. Cette crise est le résultat d'un ensemble d'événements interconnectés et plus principalement de l'éclatement de la bulle immobilière américaine en 2006. En effet, la combinaison de la chute des prix des logements et de l'augmentation du ratio de délinquance aux Etats-Unis a causé une diminution de valeur de plus en plus grande des actions de Freddie et Fannie.

A partir de 2007, les marchés immobiliers et hypothécaires sont devenus extrêmement tendus et de plus en plus d'emprunteurs se sont retrouvés dans la situation où le prix de leur prêt hypothécaire était supérieur au prix réel de leur maison. La plupart de ces derniers ont donc décidé d'abandonner leur maison et de faire défaut à leur engagement envers leur créancier. Les banques commerciales ne voulant plus accorder de prêts hypothécaires par crainte de défaut de la contrepartie, les activités des agences gouvernementales se développèrent car ces dernières

étaient intéressés par les taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires qui avaient augmenté suite aux conditions de tension du marché. En effet, un des avantages de leur lien particulier avec le gouvernement est que leurs exigences en fonds propres sont relativement faibles par rapport aux banques commerciales. Elles peuvent donc mettre en place des effets de levier conséquents et prendre plus de risques. Cependant, en juin 2008, leurs fonds propres ne représentaient plus qu'1% de leur exposition aux risques des prêts hypothécaires, ce qui engendra une énorme panique chez les investisseurs ayant des capitaux chez Fannie et Freddie.

En juillet 2008, l'administration fédérale tenta de calmer les investisseurs en proposant certains plans de sauvetage (basés sur des prêts du Trésor aux GSEs) mais les autorités concernées se sont rapidement rendues compte que le seul moyen d'éviter un effondrement total du marché immobilier était de mettre ces agences gouvernementales sous tutelle, en prenant donc le contrôle total de ces entreprises. Ces actions ont porté leurs fruits et ces entreprises ont été sauvées. Aujourd'hui, le débat tourne autour de la date de terminaison de cette mise sous tutelle.

2.5. Rôle des agences gouvernementales au sein du shadow banking

Fannie et Freddie ont été les premiers acteurs du marché de la titrisation étant donné que leur rôle, au début des années 1970, consistait à accorder des prêts hypothécaires, mais également à acheter des engagements hypothécaires pour en rassembler un grand nombre, de titriser les ensembles de prêts ayant des caractéristiques similaires et de les revendre, avec une garantie, à divers investisseurs. Les agences gouvernementales ont donc eu un impact considérable dans la manière dont les banques se financent et effectuent les transformations de crédit. Fannie et Freddie ont été les pionniers du modèle d'intermédiation de crédit titrisé *originate-to-distribute*. En effet, celui-ci a ensuite été remanié par les banques afin qu'elles puissent l'utiliser elles-mêmes. Aujourd'hui, ces agences continuent à participer au shadow banking à travers leurs activités de titrisation dans le marché de l'immobilier, mais elles ne sont plus les seules entités à effectuer ce type d'opérations.

3. Les 'autres entités' du shadow banking

A présent, intéressons nous aux autres entités participant à ce système. Dans cette section, nous allons donc brièvement décrire le fonctionnement des huit *autres entités du shadow banking* telles qu'elles sont analysées par le groupe de travail #3 du CSF. Ce groupe a été mis en place parce que le CSF jugeait que la régulation du shadow banking passait

nécessairement par la régulation des shadow banks elles-mêmes. Cependant, cette tâche s'est révélée particulièrement difficile, étant donné la nature extrêmement innovante et hétérogène des celles-ci. De plus, leur forme varie en fonction du cadre légal national dans lequel elles opèrent. C'est pour cette raison que le CSF a décidé d'adopter finalement une approche *activity-based*, en réglementant les activités du shadow banking effectuées par ces institutions, plutôt que les institutions en elles-même.

Néanmoins, afin de comprendre le rôle du shadow banking dans notre système économique, il est nécessaire d'avoir une certaine connaissance des entités qui y participent. Nous allons donc essayer de comprendre de quelles manières les shadow banks opèrent au sein de ce système en décrivant leur fonctionnement.

3.1. *Fonds de Placement/Investissement – Credit Investment Funds*

Les fonds d'investissement sont des fonds dans lesquels les personnes n'ayant pas assez de capital pour le confier à un gestionnaire de fonds peuvent investir. En effet, ils doivent spécifier dans quel(s) secteur(s) ils souhaitent investir et leur apport sera combiné avec l'apport de nombreux autres particuliers désireux d'investir dans le(s) même(s) secteur(s). Ce terme peut porter à confusion parce que cette catégorie ne contient pas tous les fonds d'investissement mais seulement ceux qui font partie d'une chaîne d'intermédiation de crédit du shadow banking et qui présentent des caractéristiques qui les rendent susceptibles aux runs.

3.2. *Fonds Indiciel Côtés ou Index Trackers – Exchange Traded Funds*

Ces fonds, comme leur nom l'indique, sont des organismes qui investissent dans des produits d'investissement négociés en bourse. Ils doivent s'inscrire sous l'Acte de 1940 comme étant soit une société d'investissement à capital variable (un *fonds*), soit comme une société d'investissement à capital fixe¹⁶ (*unit investment trust*). A l'image des fonds mutuels, les ETFs permettent aux investisseurs de mettre en commun leur argent dans un fonds qui investit dans des titres, des obligations, ou d'autres actifs, et qui reçoivent en retour des intérêts provenant de ce fonds. Néanmoins, contrairement aux fonds mutuels, les actions des ETF sont négociées sur un marché boursier national et à des prix de marché n'étant pas forcément égaux à la VL des actions.

¹⁶ Société d'investissement qui propose un portefeuille fixe, non géré, composé généralement d'actions et d'obligations, qui est remboursable à l'unité pendant une certaine période.

Il existe deux types d'ETFs :

- (1) **Index-Based ETFs** : littéralement les ETFs basés sur un indice. Ceux-ci sont les plus courant et représentent la plupart des ETFs qui opèrent sur le marché. Leur objectif est de tracer (*track*) un indice, par exemple un indice de référence boursier tel que le S&P500, et d'investir dans les titres qui composent cet indice.
- (2) **ETFs gérés activement** : ceux-ci ne recherchent plus à se baser sur un indice mais bien à atteindre un certain objectif de placement prédéterminé. Pour ce faire, ils investissent dans des portefeuilles comprenant des titres, des obligations et d'autres actifs. Dans ce cas-ci, un conseiller peut gérer de manière active ce fonds, en vendant ou en achetant des composants du portefeuille sur une base journalière, sans tenir compte d'un indice particulier.

3.3. *Fonds Spéculatifs – Credit Hedge Funds*

Les CHFs constituent une sous-partie de l'industrie globale des hedge funds ; ils représentent un peu moins d'un tiers de celle-ci. Le terme *hedge funds* fait référence aux fonds spéculatifs. Ils font partie des piliers de la gestion alternative, au même titre que l'investissement immobilier et que le placement privé (*private equity*). Ces fonds utilisent plusieurs stratégies d'investissement, reposant chacune sur des prises de risques élevées et donc des espérances de gain élevées. Un fonds spéculatif utilise, de manière combinée, les produits dérivés, les ventes à découvert et les effets de levier pour atteindre ses objectifs de profit. Tous les fonds spéculatifs diffèrent les uns des autres, cependant, la plupart génère leurs profits en adoptant une, voire plusieurs stratégies similaires. Nous décrivons brièvement ces stratégies à l'annexe 2.

3.4. *Fonds de Private Equity – Private Equity Funds*

Les PEFs investissent, la plupart du temps, directement dans des firmes privées, même si parfois ils achètent aussi des actions dans certaines firmes publiques afin d'en acquérir un niveau de contrôle spécifique. À l'image de certains CHFs, ils utilisent fréquemment le rachat par endettement de compagnies en difficulté financière. Cependant, la comparaison avec les CHFs ne va pas plus loin. En effet, tandis que les derniers ne recherchent que des profits liquides à court terme, les PEFs sont quant à eux plus intéressés par le potentiel à long terme des portefeuilles des sociétés dans lesquelles elles investissent. Dès que ces fonds détiennent des parts dans une compagnie, ils recherchent à améliorer cette dernière grâce à des changements managériaux, des expansions, ou d'autres processus permettant d'augmenter sa valeur. Leur objectif final est donc de revendre les actions qu'ils détiennent au sein de cette compagnie à un

prix relativement plus élevé qu’initialement, soit de manière privée, soit via une offre publique initiale.

3.5. *Courtiers en Valeurs – Securities Broker-Dealers*

Un courtier en valeurs fait référence à une personne ou une compagnie qui achète et revend des titres soit pour son propre compte, soit pour celui d’un client. Le fait qu’un courtier en valeurs peut agir dans son propre intérêt permet de le différencier d’un courtier *plain vanilla*, qui ne peut agir que pour le compte d’un client. Si le courtier en valeurs joue le rôle de teneur de marché¹⁷ (*market maker*) pour des titres particuliers, il sera parfois obligé d’acheter les titres mis en vente par le client. En effet, le rôle d’un teneur de marché est de faciliter la liquidité pour un titre particulier. A partir de là, le courtier en valeurs aura le choix entre vendre ces titres à d’autres acheteurs afin de faire un petit profit ou les garder dans son portefeuille privé. Les courtiers en valeurs jouent un rôle très important étant donné qu’ils facilitent la liquidité des marchés et donc, sans eux, les acheteurs et vendeurs auraient du mal à se trouver et les transactions seraient plus difficiles à réaliser.

3.6. *Entités de Titrisation – Securitization Entities*

Ces entités seront analysées dans la section suivante, qui traitera des activités principales sous-jacentes au shadow banking.

3.7. *Garants Financiers – Financial Guarantors*

Les garants financiers vendent des assurances permettant à leurs acheteurs d’être couverts, principal et intérêts compris, dans le cas où leur contrepartie se révèle incapable de les payer. Ces fournisseurs d’assurances, souvent appelés assureurs d’obligations ou assureurs spécialisés, ont vu leurs activités se développer de manière fulgurante durant les quelques années précédant la crise, suite aux demandes d’assurance contre les produits dérivés.

3.8. *Entreprises Financières – Finance Companies*

Ce sont des entreprises qui accordent des prêts à des firmes ou des ménages et qui se financent en émettant des obligations et du papier commercial à court terme, plutôt qu’en prenant des dépôts. La plupart des entreprises financières sont des captives récoltant des fonds qui seront utilisés par la société mère.

¹⁷ Un market maker est un acteur des marchés financiers, généralement un courtier, qui doit s’assurer de la liquidité des titres sur un marché particulier en proposant de manière continue des prix d’achat et de vente pour ces titres.

V. Activités du shadow banking et risques inhérents

Dans cette section, nous allons analyser les principales activités effectuées au sein du shadow banking. Comme nous venons de le voir, ce sont les fonctions économiques de ce système qui doivent faire l'objet principal du travail de régulation. En effet, réglementer les formes légales familières des shadows banks ne fonctionnerait pas étant donné que ces dernières pourraient changer leur structure organisationnelle et finiraient éventuellement par trouver d'autres moyens d'effectuer ces activités, portant le même risque systémique. C'est pour cette raison que le CSF a décidé de développer une stratégie de régulation qui s'applique directement aux fonctions économiques du shadow banking. Avant de nous plonger dans ces propositions de réglementation, analysons en premier lieu les trois principales activités relatives au shadow banking.

1. *Titrisation*

1.1. *Introduction*

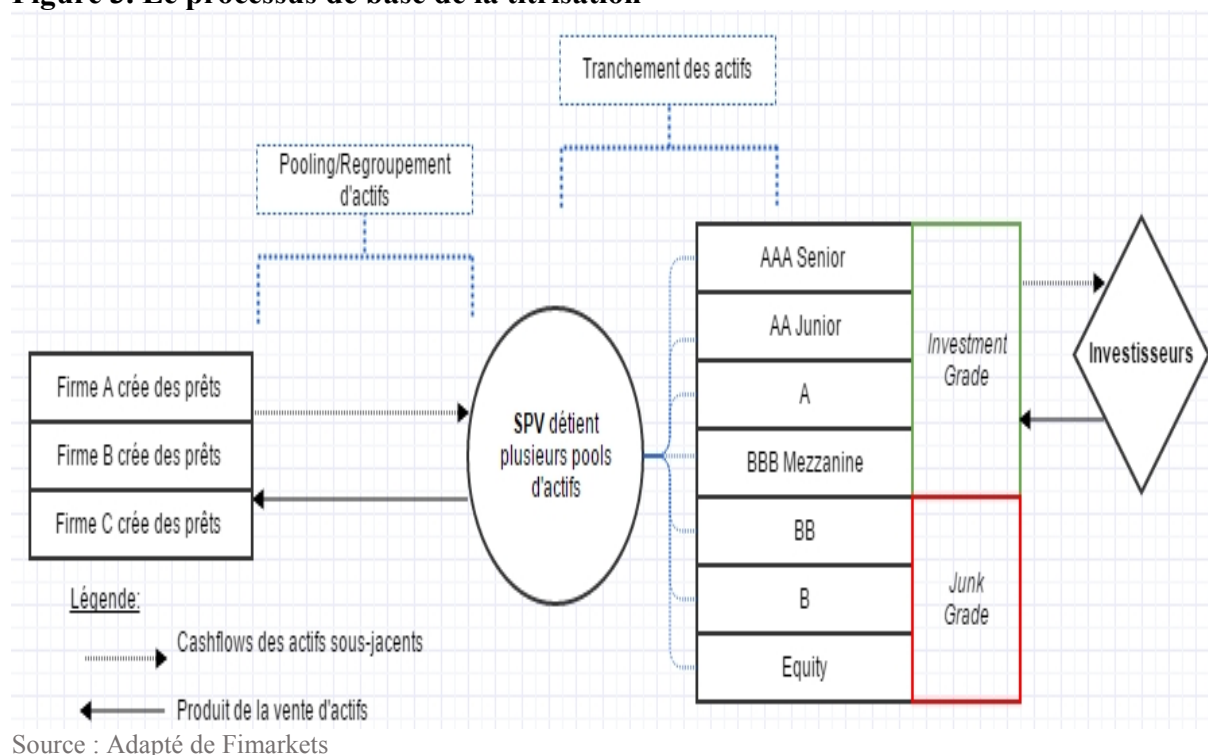
La titrisation permet de financer le crédit à long terme, à savoir les prêts, à l'aide de fonds à court terme, tels que les ABCPs. La titrisation peut avoir un impact positif sur l'économie, notamment lorsqu'elle permet le transfert des risques de crédit à long terme vers des investisseurs non-bancaires qui sont plus aptes à supporter de tels risques. Cependant, cette opération peut se révéler très dangereuse pour l'économie, comme l'ont souligné les événements de 2007. En effet, durant la période précédant la crise, beaucoup de transactions de titrisation n'ont pas transféré ces risques de crédit de manière efficace, ce qui a mené à une concentration de ceux-ci au sein du système financier, au lieu d'une dispersion. Les opérations de titrisation n'étaient pas efficaces parce que leur but consistait uniquement à contourner les restrictions de Bâle I qui étaient alors en place.

1.2. *Fonctionnement*

La titrisation est le processus par lequel des prêts, traditionnellement illiquides, sont regroupés et vendus comme un ensemble sur les marchés de capitaux. Ce processus, avec le financement de gros, constitue la base de l'intermédiation de crédit du shadow banking. En effet, la titrisation intervient dans les six premières étapes de ce système d'intermédiation. Nous allons donc réexpliquer cette étape de manière relativement simple mais cette fois en décrivant de manière plus précise les différents acteurs impliqués. Concrètement, la titrisation consiste à

transformer un groupe de prêts en titre, c'est l'essence même de ce processus. Observons comment cette transformation est réalisée sur la figure 3.

Figure 3. Le processus de base de la titrisation



Premièrement, la titrisation implique l'assemblage (*pooling*) d'un portefeuille d'actifs par une institution financière, appelée cédante. Ces actifs peuvent être de nature financière (prêts immobiliers, prêts aux entreprises, etc.), corporelle (immeubles, camions, etc.) ou incorporelle (brevets, marques, licences, etc.). Ceux-ci peuvent également prendre la forme de créances (encours de carte de crédit, leasing automobile, etc.) voire de titres résultant d'une opération de titrisation antérieure. De manière générale, les opérations de titrisation portent sur des portefeuilles de créances bancaires, souvent analogues. Cependant, l'évolution de l'ingénierie financière a rendu ce système très instable avec la titrisation de portefeuilles de créances douteuses et hétérogènes.

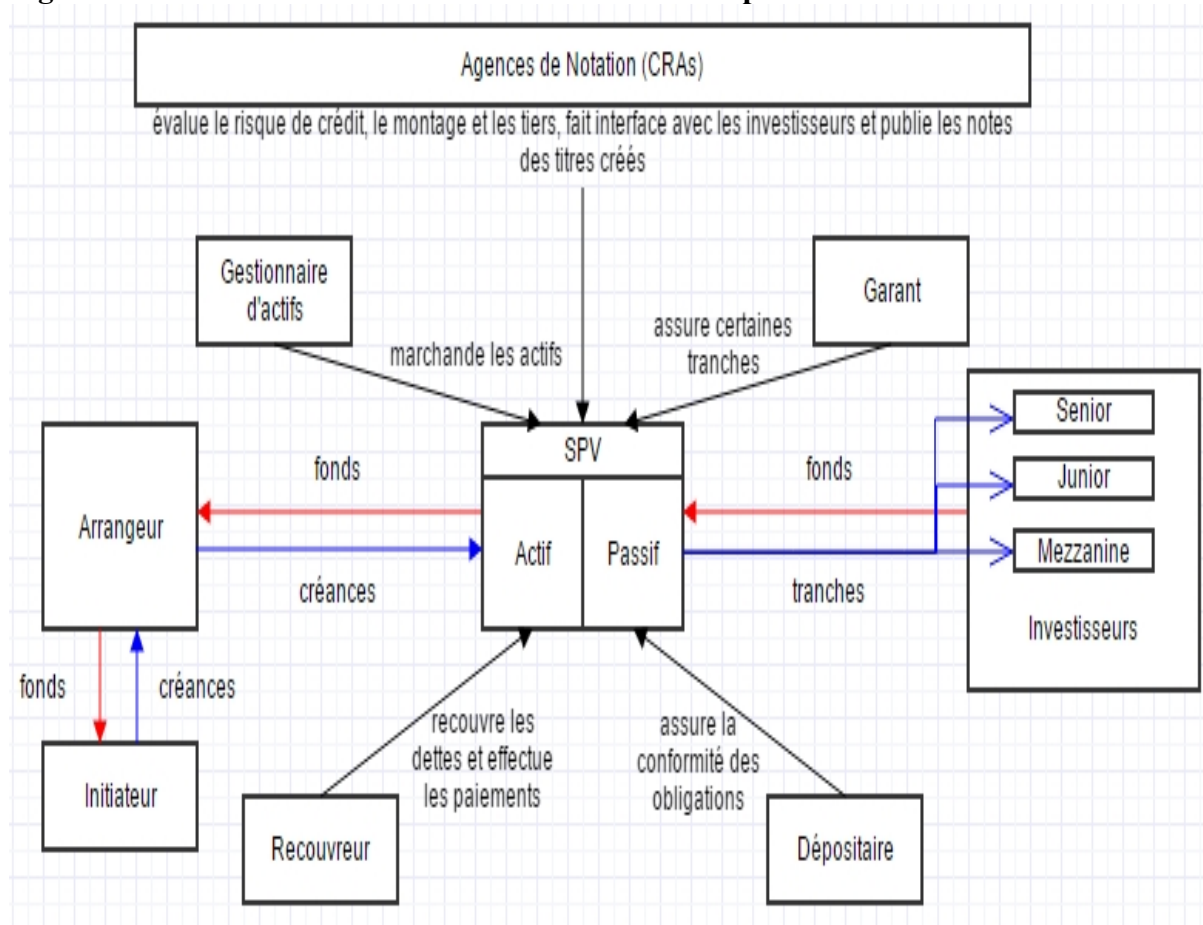
Ensuite, ces *pools* d'actifs sont transférés à une entité ad hoc, appelée également Special Purpose Vehicle. Cette dernière, qui est une entreprise juridique distincte et indépendante de l'entreprise cédante, va réaliser la titrisation en émettant les titres négociables. Le produit de ces émissions est utilisé pour l'achat du portefeuille de créances ou d'actifs de l'entreprise cédante et les flux financiers attachés à ces créances et actifs permettront de rembourser les créances émises par le SPV, ainsi que de rémunérer les investisseurs. Le statut juridique du SPV

lui permet de protéger les portefeuilles d'actifs qu'il a acquis, soit par cessation, soit par achat, contre le risque de défaut de l'entreprise cédante. C'est-à-dire que si cette dernière fait faillite, ses créanciers n'auront aucun recours sur les actifs détenus par le SPV. Les titres émis par le SPV peuvent être à court terme (ABCP) ou à moyen et long terme (MBS). Ces titres vont être divisés en différentes *tranches* avant d'être vendus aux investisseurs. C'est-à-dire qu'au sein du véhicule de titrisation, les titres vont être triés et ceux considérés comme les plus risqués seront rassemblés au sein de la tranche *equity*. Ceux-ci, avec les titres des tranches B et BB, seront considérés comme ayant une *junk grade*, c'est-à-dire qu'il resteront au sein du véhicule de titrisation et ne seront pas vendus aux investisseurs. Les autres titres seront répartis entre la *senior tranche* (AAA) et la *mezzanine tranche* (AA, A et BBB). Ceux-ci, dotés d'une *investment grade*, seront vendus aux investisseurs en échange d'une rémunération continue adossée à ces titres. Plus un titre est considéré comme risqué, plus l'espérance de gain sera élevée. Ainsi, les titres appartenant aux senior tranches, sont considérés comme très sûrs, mais ne rapportent pas beaucoup d'intérêts, et inversement pour les titres adossés à la tranche *equity*.

Ce processus de titrisation peut être répété pour créer des produits de crédit plus structurés. Par exemple, les Collateralized Debt Obligations (CDOs) sont sécurisés la plupart du temps par des ABS. De la même manière, les CDOs sécurisés par des MBS sont appelés des Collateralized Mortgage Obligations (CMOs). De plus, les CDOs peuvent également être sécurisés par d'autres CDOs, on parle alors de CDOs carrés (CDO²).

1.3. *Les acteurs du processus de titrisation*

Afin de présenter les différentes parties ayant un rôle lors de la titrisation d'actifs, nous allons nous baser sur un schéma présenté pour la première fois en janvier 2005 par le Comité sur le Système Financier Global. Ce schéma, traduit en français, constituera la figure 4.

Figure 4. Les différents acteurs intervenant durant le processus de titrisation

Source : Adapté du Comité sur le Système Financier Global (2005)

1.3.1. Agences de notation (Credit Rating Agencies)

Les CRAs notent les nouveaux titres créés au sein des véhicules de titrisation. Cette intervention est indispensable au bon fonctionnement de la titrisation car le SPV rassemble différents actifs pour former un seul titre, les investisseurs ont donc besoin que ce nouveau titre soit évalué par une CRA pour déterminer s'ils souhaitent l'intégrer à leur portefeuille d'investissement. Avec le développement des techniques de plus en plus poussées de titrisation, tels que les CDOs carrés, le rôle des CRAs est devenu encore plus significatif. Il faut savoir que les agences de notation se basent uniquement sur le risque de crédit, c'est-à-dire que les investisseurs doivent évaluer eux-mêmes le risque de change, de taux d'intérêt et de liquidité s'ils décident acheter des titres adossés à des actifs.

1.3.2. Gestionnaire d'actifs (Asset Manager)

Il s'occupe d'assembler les différents actifs en *pool* et par la suite gère la négociation des collatéraux.

1.3.3. Garant (Financial Guarantor)

Le garant est également appelé le *monoline*, à savoir le rehausseur de crédit. Les monolines offrent des couvertures d'assurances aux produits titrisés, contre le risque de crédit.

1.3.4. Arrangeur (Arranger)

Il est essentiel au processus de titrisation puisque c'est lui qui va créer le véhicule de titrisation et choisir, parmi les créances proposées par le cédant, celles qui feront partie de l'actif du SPV. C'est lui qui s'occupe de gérer les activités effectuées au sein du véhicule de titrisation, à savoir l'émission des titres et le découpage en tranches de ceux-ci. Son rôle est donc central étant donné que tout l'intérêt de la titrisation tourne autour de l'opération de tranchement. Son travail se conclut par la notation des différentes tranches, étape durant laquelle une ou plusieurs CRAs lui apportera son aide en lui indiquant les caractéristiques à retenir, ainsi que les conditions qui doivent être remplies pour que la tranche reçoive la notation correspondant aux attentes du sponsor et des investisseurs.

1.3.5. Originateur (Originator)

L'originateur vend ses créances à l'arrangeur afin d'alléger son bilan pour se soustraire à certaines exigences de fonds propres et d'obtenir des fonds lui permettant par exemple d'effectuer d'autres prêts. C'est à partir de lui que débute à proprement parler le processus de titrisation.

1.3.6. Fonds Commun de Créances (Special Purpose Vehicle – SPV)

C'est une entité distincte de l'originateur qui va être dirigée par l'arrangeur, afin de transformer les différents groupes de créances ou d'autres engagements en titre.

1.3.7. Recouvreur (Servicer)

Il va collecter les différents paiements des investisseurs. Dans la plupart des cas, le recouvreur est l'originateur lui-même, mais ce dernier peut faire appel à une tierce partie pour effectuer la collecte à sa place.

1.3.8. Dépositaire (Trustee)

Il supervise la distribution aux investisseurs des différents flux liés aux différents titres et surveille également la conformité de ces paiements aux conditions agréées lors de la signature de l'accord de vente.

1.3.9. Investisseurs (Investors)

Ils achètent les nouveaux titres créés afin de réaliser certains objectifs qui leurs sont spécifiques. Par exemple, certains investisseurs vont vouloir acheter certains titres afin de les vendre à un autre fonds commun de créances qui cherche à effectuer des titrisations de groupements de titres similaires. D'autres encore pourraient vouloir avoir une exposition risquée à un certain secteur parce qu'ils estiment que ces risques leurs rapporteront plus. Les investisseurs dans les fonds communs de créances sont donc de nature très diverses et peuvent être par exemple des fonds de pension, cherchant des investissements peu risqués, ou des fonds spéculatifs, au contraire à la recherche d'investissements à risque.

1.4. *Risques posés par la titrisation*

Malgré les avantages que sembleraient apporter ce processus aux acteurs qui y participent, la crise a dévoilé certaines failles fondamentales de la titrisation. En effet, ce processus, au lieu de répartir les risques, a directement participé à la mise en place du shadow banking qui est un système risqué et instable. De plus, la corrélation entre les risques que comportaient les obligations titrisées a été totalement ignorée ce qui a donc mené à une accumulation des tail risks, c'est-à-dire des risques énormes mais qui ont peu de chance de se réaliser (Institut de la Finance Internationale, 2012). Ce processus devait à la base permettre un transfert de crédit, de manière assez simple, d'une banque à un investisseur mieux qualifié pour supporter de tels risques.

Cependant, au fil des années, la titrisation a vu se développer en son sein des méthodes et des instruments de plus en plus complexes, à tel point que les investisseurs finaux devaient uniquement se fier aux agences de notation lors de leurs décisions stratégiques. Ces dernières accordaient la plupart du temps de très bonne notes (AAA) à ces produits structurés complexes, en ignorant totalement les risques à faible probabilité qu'ils contenaient, et des investissements qui paraissaient sans danger se sont finalement révélés très risqués. Finalement, ce processus a donc entraîné la mise en place d'interconnexions importantes dans l'ensemble du système financier et la crise a mis en lumière les effets dévastateurs du phénomène de propagation (*spillover*).

Aujourd'hui, après une diminution énorme de ses activités pendant les années postérieures à la crise, la titrisation bénéficie d'un regain d'intérêt mais est sujette à une régulation stricte.

2. *Repos*

2.1. *Introduction*

Lorsque le terme *repo* est utilisé, nous faisons référence à la contraction en anglais de *repurchase agreement*. En français, le terme de vigueur est *pension livrée*. Concrètement, un *repo* consiste en la vente de titres, avec l'engagement de les racheter à une date future, fixée à l'avance. Cet accord représente donc un prêt collatéralisé : l'acheteur donne de l'argent en échange de titres – qui constituent le collatéral – qu'il pourra vendre si le vendeur ne tient pas ses engagements. Dans le cas contraire, il récupère son argent avec les intérêts, et rend les titres au vendeur initial. Les *repos* sont donc une source de financement importante dans le *shadow banking*, où le collatéral peut prendre de nombreuses formes (titres du trésor, instruments des fonds monétaires, MBS, actions, etc.). Dans le *shadow banking*, les marchés de *repos* sont indispensables pour pourvoir aux besoins en financement d'institutions financières telles que les banques, les courtiers en valeurs et les sociétés de gestion d'actifs. Du côté des prêteurs, les *repos* sont une formidable opportunité d'investissement pour les fonds du marchés monétaires, les fonds spéculatifs, les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

2.2. *Caractéristiques*

Il existe trois types de maturité pour les *repos* : *overnight* (d'une nuit), à terme ou ouverte. La première, comme son nom l'indique, est une maturité d'un jour. C'est-à-dire que si une personne vend ses titres en échange d'argent, elle devra rembourser cet argent, plus les intérêts, dès le lendemain, si elle désire récupérer ses titres. Il est important de noter que, pour encourager l'emprunteur à tenir ses engagement, la valeur nominative des titres qu'il va vendre sera en général supérieure à la valeur de l'argent qu'il va recevoir. Cette différence est appelée une *coupe* ('haircut'). Ensuite, la maturité à terme signifie simplement qu'elle est fixée à une certaine date, elle varie entre deux jours et plusieurs années. Finalement la maturité ouverte stipule qu'aucune date de remboursement n'est spécifiée, chacune des deux parties pouvant décider à un moment donné de rompre le contrat (IFI, 2012).

Concernant la forme que peut prendre la transaction de *repos*, il en existe trois différentes : livraison spécifiée, tri-partite ou en garde à vue. La première nécessite la livraison d'une obligation spécifique de l'emprunteur au prêteur au début et du prêteur à l'emprunteur à l'échéance. Cela consiste en la forme principale des transactions de *repos*. La tri-partite requiert l'intervention d'une tierce partie, souvent une banque dépositaire, qui va jouer le rôle

d'intermédiaire entre les deux autres parties, en gardant les titres spécifiés dans l'accord et en s'assurant du bon déroulement de la transaction. Finalement, il existe également la forme *en garde à vue*. Au cours de cette opération particulière, l'emprunteur reçoit de l'argent en échange des titres jouant le rôle de collatéral, mais il ne transfère pas ces derniers au prêteur, il les garde dans ses propres comptes. Ces types de repos sont par exemple offerts lorsque le collatéral est difficile à déplacer, compte tenu de sa nature physique ou de sa trop petite taille. L'emprunteur peut accepter ces opérations étant donné que la plupart du temps, il reçoit des intérêts plus élevés, et qu'en cas de liquidation de l'emprunteur, il aura la priorité sur la revendication de ce collatéral.

2.3. *Risques posés par les repos*

Pour commencer, il existe le risque d'une mauvaise évaluation du collatéral, qui pourrait avoir des conséquences néfastes sur le système financier traditionnel. Par exemple, lorsque la valeur réelle du collatéral change, ce changement n'est pas reflété par le haircut, qui reste le même du début à la fin. Donc, si une diminution brutale de valeur du collatéral se produit, à tel point que la valeur de celle-ci devienne inférieure au coût du remboursement du prêt, l'emprunteur peut décider de ne pas tenir ses engagements. Lors de telles circonstances, les institutions qui ont fourni de la liquidité se voient contraintes de revendre ce collatéral à une valeur inférieure à leur prêt, et leurs pertes peuvent être significatives. Ce fut le cas durant la crise avec la diminution soudaine des valeurs des RMBS qui constituaient une part significative des collatéraux utilisés dans les transactions de repos.

Ensuite, le véritable risque potentiel des repos provient de leurs interconnexions avec le système financier global. En effet, une grande variété d'institutions financières, bancaires ou pas, se financent grâce au marché des repos. Donc, n'importe quel changement soudain relatif à une obligation éligible comme collatéral pourrait menacer la stabilité du système financier dans son ensemble. En effet, si une certaine incertitude se développe autour de titres particuliers par exemple, les prêteurs peuvent décider d'exclure ceux-ci de leurs transactions, dans quel cas les détenteurs de ces titres spécifiques se retrouveront dans des conditions de tension car ils perdront une source importante de financement. Cela peut donc mener à une diminution significative des activités de financement fondées sur le marché et menacer la stabilité du système financier global.

3. *Prêts de titres*

3.1. *Introduction*

Les prêts de titres sont des opérations de financement de titres, comme les repos et, à l'image de ceux-ci, elles ont eu un rôle non-négligeable durant la crise. C'est donc une pratique de marché consistant à transférer temporairement un titre d'un prêteur vers un emprunteur, ce dernier étant obligé de rendre ce titre spécifique, ou un autre titre de même valeur, à une date d'échéance fixée ou sur demande du prêteur. Ces opérations permettent d'augmenter la liquidité sur le marché et offrent par exemple à certaines institutions l'opportunité de combler les besoins à court terme de leurs clients, ce qui augmente donc l'efficacité des marchés. Par exemple, si une institution fait face à une large demande à court terme de ses clients vis-à-vis d'un type spécifique de titres, celle-ci va pouvoir en emprunter un certain nombre pour combler cette demande. Elle bénéficiera donc de plus de temps pour ensuite rassembler les titres nécessaires et finalement les rendre, avec intérêts, à l'institution qui les lui a prêtés.

3.2. *Fonctionnement*

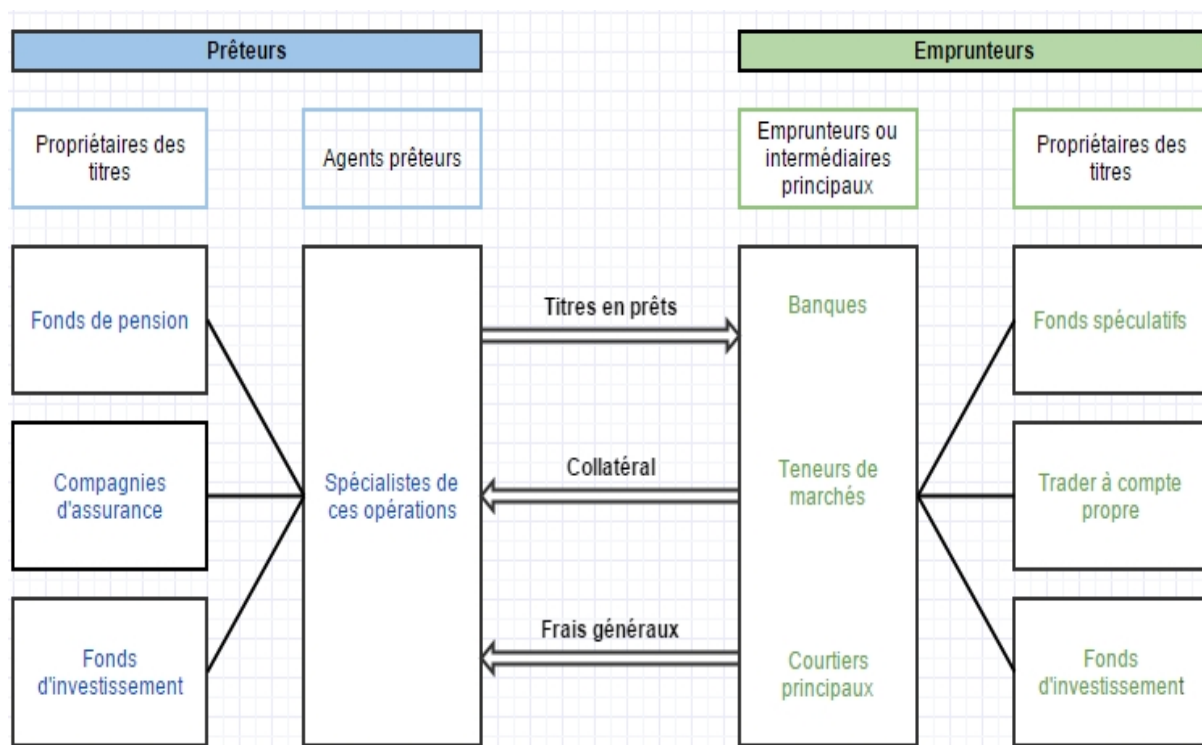
La physiologie de ces opérations est assez simple : il y a un transfert de titres (actions ou obligations) à une tierce partie et l'emprunteur va donner en échange un collatéral sous la forme d'actions, d'obligations, ou de cash¹⁸. Chaque mois, l'emprunteur va payer une commission pour son prêt et lorsque le prêteur le décide, ou à la date d'échéance fixée, il va devoir rendre les titres empruntés, ou d'autres titres de même valeur. L'emprunteur va également devoir transférer au prêteur tous les paiements de dividendes et/ou d'intérêts liés aux titres qui surviennent durant cette période de prêt. Donc, le prêteur va conserver les droits liés aux titres qu'il transfère mais cependant, s'il désire continuer à posséder le droit de vote pour une action prêtée, certains arrangements spéciaux devront être mis en place. La figure 5 illustre les acteurs impliqués dans cette opération.

La figure démontre vite que le fonctionnement des prêts de titres est fort similaire aux opérations de repos : un prêt est effectué en échange d'un collatéral, ce prêt doit être remboursé à la demande du propriétaire et le tout est effectué sur les marchés de titres. Cependant, il existe deux différences fondamentales entre ces opérations. Premièrement, on parlera de l'objectif de la transaction. En effet, le principal objectif des repos est l'emprunt de liquidités tandis que l'emprunt des titres peut être motivé par une variété de raisons, par exemple pour répondre à

¹⁸ Les prêts de titres en échange d'un collatéral en cash ressemblent beaucoup aux opérations de repos.

une demande importante de la clientèle ou encore effectuer une vente à découvert (emprunt du titre pour le vendre directement, en espérant le racheter par après à un prix plus faible). La seconde différence provient de la structure de la transaction. Les opérations de prêts de titres sont plus flexibles parce qu'il n'y a généralement pas de date fixée de remboursement et le changement de propriété effective n'a pas lieu (IFI, 2012).

Figure 5. Processus de base des opérations de prêts de titres



Source : Adapté de l'Institut de la Finance Internationale (2012)

3.3. Risques posés par les prêts de titres

Les risques posés par ces opérations sont similaires aux risques posés par les repos. En effet, une mauvaise technique d'évaluation du collatéral pourrait avoir un impact négatif sur l'ensemble du système financier. De plus, les prêts de titres augmentent les interconnexions entre les différents acteurs du shadow banking et du système bancaire régulé. Par exemple, en 2008, la réduction des titres disponibles pour les prêts a mené à une réduction des activités de tenue du marché (*marketmaking*), ce qui a causé des pertes pour les acteurs impliqués dans ces opérations. Finalement, ces participants ont décidé de réduire, voire d'arrêter totalement leur activité dans ces marchés, ce qui a conduit à la chute significative des activités de prêts de titres à l'automne 2008. Cette situation a donc contribué aux perturbations dans le marché de liquidité et a aggravé les problèmes de financement des institutions financières. Durant les périodes de

tension, les interconnexions provenant de ces opérations de prêts de titres peuvent donc constituer de sérieuses menaces à la stabilité financière globale. (IFI, 2012)

VI. Avantages du shadow banking

Le shadow banking s'est développé rapidement, à l'écart de toute régulation prudentielle, pour de nombreuses raisons. Cette croissance s'explique forcément par les avantages qu'en retirent les participants dans les activités du shadow banking. Nous allons donc expliquer ici les bénéfices dont profitent (ou espèrent profiter) les acteurs dans les trois principales activités du shadow banking.

1. Avantages de la titrisation

1.1. Avantages pour les acteurs impliqués

Ce processus, qui a initialement été mis en place pour permettre aux agences gouvernementales d'augmenter la liquidité sur les marchés immobiliers, s'est vite propagé parmi l'ensemble des acteurs du système financier, et ce pour plusieurs raisons, identifiées par Gomez (2010) :

- Les créances sont transférées hors bilan et remplacées par un équivalent monétaire. Cela permet donc aux banques de se soustraire aux exigences de fonds propres et de profiter d'opportunités d'arbitrage réglementaire ;
- L'originateur peut directement collecter des fonds en vendant ses créances, sans attendre les paiements de la contrepartie correspondante afin, par exemple, de proposer de nouveaux prêts ;
- Les titres provenant de la titrisation sont mieux notés par les agences de notation, ce qui réduit donc le coût de financement des originateurs comparé à la finance traditionnelle ;
- Lors de structures non-renouvelables et de celles avec des créances à taux d'intérêt fixes, la titrisation facilite l'appariement entre l'actif et le passif correspondant, ce qui élimine donc le besoin de couverture (*hedging*). L'appariement consiste à planifier les entrées et les sorties monétaires de manière à ce qu'elles se coordonnent ;
- La titrisation permet aux investisseurs d'adopter des stratégies plus adaptées à leurs besoins, en investissant dans de nouveaux produits qui ont des structures de paiements

qui leurs conviennent mieux. Par exemple pour un fonds de pension qui peut investir de cette manière dans un *pool* de créances à long terme, ‘presque’ sans risque.

1.2. *Avantages pour l'économie*

La titrisation, lorsqu'elle est bien encadrée, peut avoir d'importants bénéfices pour le système financier global. En voici quelques-uns (Gomez, 2010) :

- **Facilite la création de marchés de créances financières** : en créant des titres négociables à partir de créances financières, la titrisation permet la constitution de nouveaux marchés sans lesquels celles-ci resteraient de simples transactions bilatérales. De cette façon, la titrisation rend les marchés plus efficaces en réduisant les coûts de transaction ;
- **Dispense la détention des actifs financiers** : l'objectif de base de la titrisation est de répandre les actifs financiers parmi le plus grand nombre d'acteurs possibles ;
- **Encourage les économies** : la titrisation rend les créances financières disponibles pour les investisseurs non initiés qui peuvent donc investir à des taux attractifs ;
- **Diversifie le risque** : les risques des créances sont répartis parmi un grand nombre d'investisseurs qui sont plus qualifiés que les originateurs pour les porter. C'est le fameux transfert du risque de crédit qui, sous une régulation adéquate, améliore l'efficacité des marchés et du système financier global.

2. *Avantages des repos*

2.1. *Avantages pour les acteurs impliqués*

Pour les courtiers en valeurs, qui représentent la majorité des emprunteurs d'argent via les repos, ces opérations permettent un emprunt à faible coût grâce auquel ils pourront mettre en œuvre leur stratégie d'investissement. Du côté des prêteurs, nous retrouvons principalement les fonds du marché monétaires, les compagnies d'assurances et d'autres compagnies qui possèdent des excédents de liquidités. Le marché des repos leur permet donc d'investir ces liquidités à des taux beaucoup plus avantageux que ceux proposés par d'autres instruments à court terme. Nous avons dressé une liste non exhaustive des avantages principaux des repos pour les différents acheteurs, identifiés par Thiessenhusen (2014) :

- **Moyen de financement efficient** : la nature sécurisée des transactions réduit les risques de contrepartie et permet donc l'accès au marché monétaire professionnel à un plus grand nombre de participants. De plus, les investisseurs réticents à la prise de risque peuvent utiliser le marché des repos pour placer leur excès de liquidités en échange de titres de grande qualité ;
- **Transparence** : ce marché bénéficie d'une transparence excellente, les informations sur les prix de repos sont facilement accessibles ;
- **Rendements plus élevés** : les repos ont, depuis leur existence, toujours offert des taux plus avantageux que les autres instruments à court terme du marché financier ;
- **Augmentation de liquidité** : les repos fournissent une source efficiente de financement peu coûteux et liquide ;
- **Instrument multiusage** : de par leur simplicité et leur flexibilité, les repos sont utilisés pour accomplir de nombreux objectifs différents. Par exemple, ils peuvent être utilisés pour financer les positions longues ou pour couvrir les positions courtes. Ils peuvent également être utilisés soit pour obtenir des liquidités (emprunteur), soit pour obtenir des titres (prêteurs) dont ils ont par exemple besoin pour remplir d'autres obligations contractuelles.

2.2. Avantages pour l'économie

En plus de permettre l'augmentation de liquidité sur les marchés monétaires et d'offrir des sources de financement efficientes, les repos sont également des instruments fortement utilisés par les banques centrales afin d'implémenter leurs politiques monétaires. Les repos offrent également une certaine flexibilité pour les opérations de gestion de liquidité des banques centrales étant donné qu'elles peuvent être effectuées sans préavis, pendant de courtes périodes, sans avoir besoin de créer de nouveaux billets du trésor ayant des maturités plus courtes que ceux existants. Ensuite, les repos jouent un rôle important dans le développement des marchés monétaires, sur lesquels les risques de contrepartie sont élevés. En tant qu'instruments collatéralisés, les repos facilitent les prêts interbancaires en minimisant l'exposition au risque de crédit de chaque contrepartie. Grâce à cela, la dispersion des taux de prêts interbancaires et la segmentation du marché interbancaire sont diminués. En l'absence de ces prêts sécurisés, le marché interbancaire serait négativement affecté par les limites imposées sur les expositions interbancaires.

3. *Avantages des prêts de titres*

3.1. *Avantages pour les acteurs impliqués*

Du côté des emprunteurs, les institutions s'engagent dans des opérations de prêts de titres pour de nombreuses raisons (IFI, 2012) :

- **Faciliter l'achat et la vente de titres** : marketmaking. Les teneurs du marché doivent se tenir prêts à acheter et vendre des titres de manière continue. Afin de combler la demande d'achat de titres de leurs clients, ils en empruntent également et tiennent un inventaire ;
- **Faciliter le règlement des opérations**. Imaginons qu'une institution ait déjà accepté de vendre un titre qu'elle ne possède pas encore et doit recevoir à une date ultérieure. A la date de vente, si elle ne l'a toujours pas reçu, elle peut emprunter celui-ci à un prêteur de titre afin de compléter la transaction et éviter de subir des pénalités. L'opération se terminera lorsqu'elle aura obtenu ce titre, et qu'elle pourra l'envoyer au prêteur de titre comme remboursement ;
- **Avoir accès à des collatéraux liquides, de grande qualité**. Les institutions peuvent emprunter des titres liquides et de grande qualité, contre lesquels ils vont échanger un collatéral constitué de titres moins liquides et de moins bonne qualité. Ces transactions sont souvent appelées *collateral upgrade trades* (transactions d'amélioration du collatéral) ;
- **Effectuer des stratégies de trading**. Ils peuvent par exemple être empruntés pour être ensuite directement vendus à découvert en espérant profiter d'opportunités d'arbitrage.

De leur côté, les épargnants, qui sont généralement des fonds de pensions et des compagnies d'assurances, prêtent leurs titres afin de générer des revenus additionnels sur leurs portefeuilles d'actifs.

3.2. *Avantages pour l'économie*

Les avantages économiques des prêts de titres sont similaires aux repos. De plus, les prêts de titres sont des opérations encore plus flexibles que les repos étant donné que généralement, ce sont des opérations ouvertes, sans date d'échéance fixée. Voici les deux bénéfices fondamentaux pour l'économie des prêts de titres, qui sont étroitement liés aux avantages que retirent les acteurs impliqués dans ces opérations (IFI, 2012) :

- (1) **Liquidité du marché** : les prêts de titres peuvent améliorer la liquidité du marché en réduisant les coûts de transaction et en augmentant la productivité du marché. Ces opérations peuvent faciliter la collecte de fonds des institutions bancaires et non bancaires grâce à une meilleure détermination des prix et une réduction des volatilités de prix. Ils permettent également à d'autres investisseurs d'avoir accès aux marchés des titres, ce qui a pour effet d'augmenter la taille et donc la liquidité de ces marchés. De plus, les prêts de titres permettent de faciliter le règlement des transactions et le marketmaking, ce qui améliore indirectement la liquidité du marché étant donné que cela contribue à des accords efficaces et à une plus grande confiance des investisseurs ;
- (2) **Financement pour les banques** : les banques détiennent des titres dans le but de générer des rendements et parce qu'elles jouent le rôle de teneurs de marché pour leurs clients désireux d'acheter et de vendre des titres. Elles utilisent parfois les titres achetés à leurs clients comme collatéral sur le marché des repos, afin de financer les titres qu'ils souhaitent vendre à d'autres clients. Cependant, les prêteurs sur le marché des repos, en majeure partie les fonds du marché monétaire, peuvent faire l'objet de certaines restrictions quant au collatéral qu'ils peuvent accepter. Les prêts de titres permettent donc d'échanger certains titres de moins bonne qualité contre des titres plus liquides et de meilleure qualité, mais de même valeur (voire de valeur inférieure : *haircut*). Grâce à cela, les banques peuvent avoir accès à une plus grande source de financement sur le marché des repos. En résumé, grâce à ces opérations, les banques peuvent obtenir un financement à moindre coût et avoir accès à des sources de financement plus diversifiées, ce qui réduit l'impact d'un choc sur l'une de celles-ci, et augmente donc la stabilité de ce marché.

VII. Pourquoi réguler le shadow banking ?

Après une analyse de tous ces avantages, tant pour les acteurs impliqués que pour l'économie, il est légitime de se demander pourquoi le shadow banking inquiète autant et pourquoi les autorités désirent tant le mettre sous contrôle. La raison est simple : ces avantages sont en majeure partie purement théoriques et ne pourront être exploités que si ce vaste système est stabilisé, et donc mis sous contrôle. Nous avons vu les risques inhérents à chacune des activités principales du shadow banking dans la partie précédente et comme l'a révélé la crise, ceux-ci ont pris le dessus sur les avantages de ce système lors d'une situation de tension extrême. Nous avons également vu les risques que présentaient les entités principales du

shadow banking (runs, effets de leviers, etc.). Il est donc plus que nécessaire de réguler ce shadow banking afin de pouvoir profiter des avantages qu'il procure à l'économie, tout en étant sûr qu'il soit au maximum sous contrôle afin de prévenir et d'empêcher un éventuel effondrement de celui-ci, qui aurait à coup sûr un impact désastreux sur le système financier global.

Avant d'entamer la deuxième partie, qui va consister en une réflexion autour de la régulation du shadow banking, faisons un bref résumé des principaux risques auxquels ils faut trouver des solutions pour avoir un contrôle efficace sur le shadow banking, tout en profitant au maximum des avantages non-négligeables qu'il peut apporter à l'économie (Autorité Bancaire Européenne, 2015) :

- **Risques de run et/ou problèmes de liquidité** : les shadow banks sont potentiellement vulnérables à de larges rédemptions dues à une panique généralisée. Elles sont également vulnérables à des problèmes de liquidité tels que devoir vendre à perte (*fire sales*) une grande partie de leurs actifs afin de ne pas tomber à court de liquidité. Ces problèmes sont liés aux larges expositions au risque de crédit, aux effets de levier importants et aux décalages de maturité entre les actifs et les passifs de ces entités. Ces risques sont encore exacerbés étant donné que les shadow banks ne bénéficient pas de supports officiels tels que les fonds de garantie de dépôts ou la possibilité d'emprunter à la banque centrale au taux d'escompte ;
- **Interconnexions et effets de propagations (*spillovers*)** : les shadows banks sont hautement corrélées et interconnectées avec le système bancaire régulé. Ces connexions sont dues aux liaisons entre les propriétés de certains actifs, aux engagements de crédit directs et indirects, et au fait qu'une shadow bank peut être la contrepartie directe d'une institution régulée. En cas de tension financière, ces interconnexions peuvent générer des risques systémiques à cause des effets de propagations et donc menacer l'entière du système financier ;

- **Effets de levier excessifs et procyclicité¹⁹** : les problèmes de liquidité et de décalage de maturité sont exacerbés par les effets de leviers opérés par les shadow banks. En effet, les structures fortement endettées auront un plus grand risque de faillite en cas de chocs négatifs à cause de leur incapacité à absorber les pertes. Un certain nombre de faillites dans le shadow banking pourrait causer une panique sur le système régulé, menant à une diminution des sources de financement et à une instabilité du système financier général ;
- **Opacité et complexité** : la nature opaque et complexe de ce système et des instruments y étant échangés constitue des vulnérabilités étant donné qu'en période de tension financière, les investisseurs tendent à récupérer leurs investissements afin de les placer dans des méthodes plus sûres.

¹⁹ La procyclicité signifie que les activités des institutions financières seront proportionnelles à la croissance économique. Par exemple, en temps de récession, les banques auront tendance à diminuer leur offre de crédit, ce qui entraînera une récession plus sévère.

PARTIE II : COMMENT SECURISER LE SHADOW BANKING ?

I. La régulation, une réponse immédiate face à la crise

Comme nous l'avons vu dans la première partie, il a fallu attendre la crise de 2008 pour mettre le doigt sur les problèmes et risques inhérents au shadow banking. De manière quasi instantanée, c'est le processus de régulation traditionnelle qui a été choisi pour sécuriser ce système peu ou pas réglementé. Ainsi, plusieurs institutions se sont vues attribuer la responsabilité de cette tâche particulièrement délicate : rendre le shadow banking plus sûr à tout point de vue, tout en conservant les avantages qu'il apporte à l'économie.

1. Le Conseil de Stabilité Financière

1.1. Définition

Le Conseil de Stabilité Financière a pour but de promouvoir la stabilité financière au niveau mondial. Pour ce faire, le CSF identifie les vulnérabilités du système financier et propose des politiques de régulation pour y remédier. Ce conseil représente les intérêts des membres du G20, mais aussi ceux de l'Espagne, de Singapour, d'Hong-Kong, de la Suisse et des Pays-Bas. Il est également constitué des institutions financières internationales et des organes chargés de la supervision sur une base nationale ainsi qu'internationale (Comité de Bâle, Banque Centrale Européenne, Commission Européenne). Afin d'élargir son périmètre d'activités, le CSF a mis en place six groupes consultatifs régionaux ayant pour but de renseigner et conseiller plus de 70 pays et juridictions soucieux des effets des politiques qu'ils désirent implémenter.

Le fonctionnement du CSF se caractérise par une procédure automatique composée de trois étapes bien distinctes. La première étape consiste à identifier les risques systémiques dans le secteur financier. Ensuite, pour chaque risque identifié, le CSF discute et développe des politiques et des mesures ayant pour but de contenir voire éliminer ces risques. Finalement, le CSF veille à l'implémentation de ces nouvelles mesures et évaluera si elles ont eu l'effet escompté.

1.2. Rôle dans la régulation du shadow banking

Lors du Sommet de Séoul, les 10 et 11 novembre 2010, les représentants du G20 ont pour la première fois pris de réelles mesures concernant les problèmes relatifs au shadow banking. En effet, lors de ce Sommet, le CSF s'est vu confier la mission de renforcer la surveillance et la régulation de ce système. Le 12 avril 2011, celui-ci publie un premier rapport (*Shadow Banking : Scoping the Issues*) décrivant les différentes étapes qui vont être entreprises afin de pouvoir développer des recommandations permettant de renforcer la surveillance et la régulation du shadow banking.

1.2.1. Définition au sens large du shadow banking

Comme nous l'avons vu dans la première partie, le simple fait de définir le shadow banking est un problème en soi. Les propositions de définition ne manquent pas, certaines étant relativement similaires les unes aux autres, d'autres étant parfois plus éloignées. Le problème ici consiste principalement à proposer une définition qui engloberait toutes les entités appartenant au shadow banking de telle manière qu'il serait possible d'imposer une seule même réglementation s'appliquant à toutes les entités reprises par cette définition. Cependant, dans la pratique, une telle définition n'est pas possible tant les entités appartenant à ce système peuvent être différentes les unes des autres, soit par les activités qu'elles entreprennent, soit par leur structure. C'est donc pour cette raison que le CSF a proposé une définition relativement large, qui ne sera pas utilisée pour identifier des entités appartenant au shadow banking, mais plutôt pour donner une compréhension basique de ce système. Le shadow banking est décrit comme (CSF, 2011a) :

Les opérations d'intermédiation de crédit effectuées en dehors du bilan des banques d'affaires réglementées et par d'autres institutions financières peu ou pas réglementées.

Face à cette difficulté d'identifier les différentes activités et entités faisant partie du shadow banking, le CSF a décidé dans un premier temps d'adopter une approche à deux étapes permettant de choisir les activités/entités sur lesquelles une surveillance et une régulation accrues devront être nécessaires. Premièrement, les autorités devront *ratisser large* (**'cast the net wide'**). C'est-à-dire qu'elles devront regarder toutes les opérations d'intermédiation de crédit non-bancaire pour s'assurer que la collecte de données et la surveillance qu'elles vont effectuer couvrent bien toutes les activités qui comportent des risques liés au shadow banking.

En d'autres termes, les autorités devront prendre en considération toutes les opérations d'intermédiation de crédit qui impliquent des entités et des activités n'appartenant pas au système bancaire traditionnel. Deuxièmement, une fois que les autorités ont effectué ce ratissage large, elles analyseront les données rassemblées de manière à effectuer un *recentrage* (**'narrowing the focus'**) afin de se focaliser sur les éléments de l'intermédiation de crédit non-bancaire les plus susceptibles de générer d'importants risques. Pour effectuer ce recentrage, les autorités vont se concentrer sur les activités qui génèrent des inquiétudes relatives au risque systémique et/ou à l'arbitrage réglementaire :

- **Risque systémique** : ces inquiétudes proviennent la plupart du temps des activités qui impliquent des transformations de liquidité et/ou de maturité, engagent des transferts imparfaits de risque de crédit et qui créent ou facilitent les effets de levier ;
- **Arbitrage réglementaire** : les activités du shadow banking peuvent être entreprises dans le but de contourner ou d'amoindrir les réglementations bancaires.

Grâce à cette approche en deux étapes, il devient possible de définir la partie du shadow banking qui mérite une attention spécifique comme étant (CSF, 2011a) :

Un système d'intermédiation de crédit qui

- *englobe des entités et des activités ayant lieu hors du système bancaire traditionnel*
- *est susceptible de générer un risque systémique, en particulier à cause*
 - *de transformations de maturité et/ou de liquidité,*
 - *d'effets de levier*
 - *de transferts imparfaits de risque de crédit,*
- *et/ou permet à certaines entités de profiter d'opportunités d'arbitrage réglementaire.*

1.2.2. Les cinq groupes de travail du Conseil de Stabilité Financière

Depuis la publication du premier rapport du CSF en avril 2011, cinq groupes de travail s'occupant chacun d'un domaine particulier du shadow banking ont été mis en place. Ces différents groupes de travail sont illustrés par la figure 6 et possèdent chacun des objectifs spécifiques à atteindre. Il est également utile de signaler que le CSF sera chargé, à côté de ces groupes de travail, de surveiller l'implémentation nationale et régionale des initiatives réglementaires.

Groupe de Travail #1 : Interactions des banques traditionnelles avec les shadow banks

Ce groupe, qui est supervisé par le Comité de Bâle, est chargé de diminuer les risques liés aux interactions entre les banques et les entités du shadow banking. Le CSF lui a attribué les objectifs suivants :

- S'assurer que n'importe quelle shadow bank sponsorisée par une banque soit incluse dans le bilan de cette dernière et ce, de manière consistante et à un niveau international ;
- Augmenter les limites sur la taille et la nature des expositions des banques traditionnelles aux shadow banks ;
- Réviser les exigences de fonds propres pour les banques exposées aux shadow banks pour s'assurer que les risques liés à ces expositions soient capturés de manière adéquate ;
- Limiter la capacité des banques à apporter leur support à des entités qui ne sont pas consolidées selon les règles de consolidation les plus rigoureuses.

Groupe de Travail #2 : Fonds du Marché Monétaire

Le groupe de travail numéro 2, dirigé par l'Organisation Internationale des Commissions des Valeurs (OICV), a reçu un objectif principal : améliorer la réforme réglementaire des fonds du marché monétaire pour réduire leur vulnérabilité aux runs et aux risques systémiques.

Groupe de Travail #3 : Autres entités du shadow banking

Ce groupe-ci est sous la supervision directe du CSF et doit dans un premier temps évaluer les risques et améliorer la réglementation des *autres entités du shadow banking* d'un point de vue prudentiel. L'objectif principal est donc ici d'évaluer et de diminuer les risques systémiques posés par les entités (autres que les MMFs) et les activités du shadow banking.

Groupe de Travail #4 : Titrisation

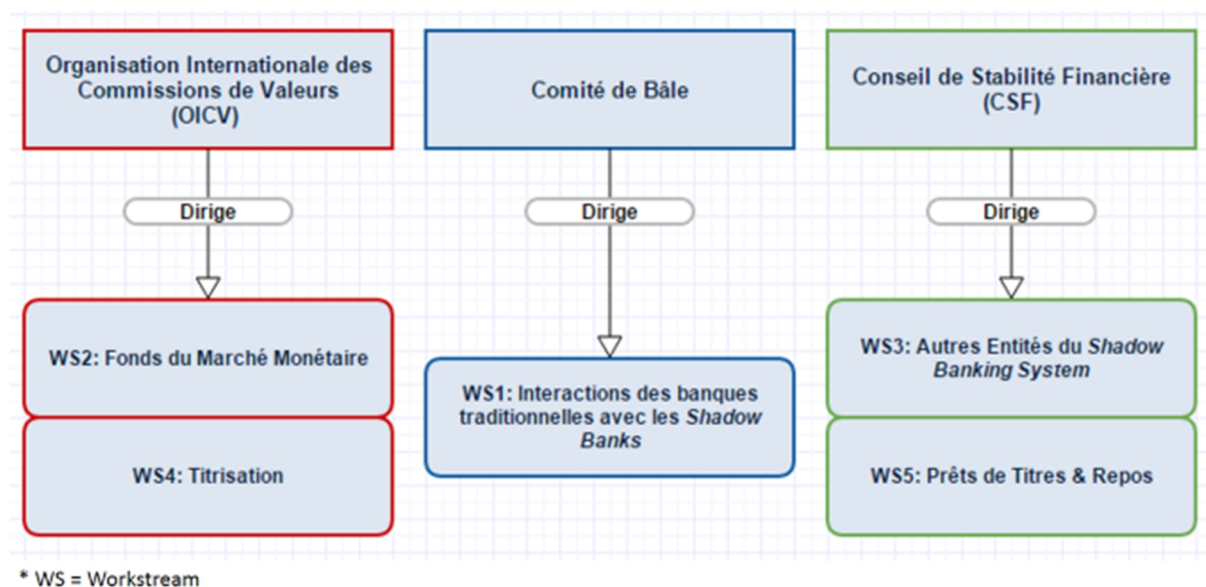
Une nouvelle fois, c'est l'OICV qui est en charge de ce groupe de travail ayant pour mission d'examiner les différents incitants à la titrisation et de répondre aux questions suivantes:

- Comment encourager les *fournisseurs* de titrisation (originateurs, sponsors) à garder une partie des risques transférés lors de cette titrisation (*exigences de rétention*) ?
- Comment améliorer la transparence et la standardisation des produits titrisés ?

Groupe de Travail #5 : Prêts de titres et repos

Finalement, le dernier groupe de travail est chargé, sous la supervision du CSF, d'évaluer la réglementation prudentielle des marchés de financement sécurisé, et en particulier les marchés de repos et de prêts de titres. Il a pour objectif d'atténuer la procyclicité et les autres menaces à la stabilité financière liées aux transactions de financement des titres.

Figure 6. Les cinq groupes de travail (WS*) chargés de la réglementation du shadow banking



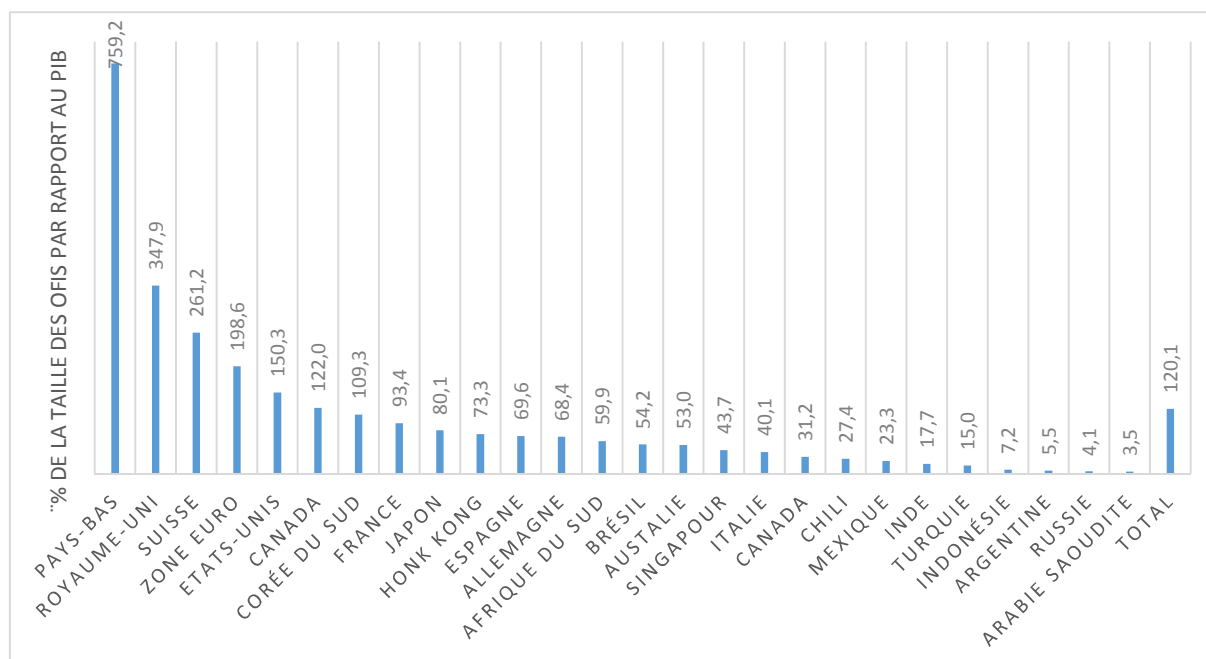
Source : Adapté du travail du CSF (2011)

1.2.3. Taille du shadow banking et localisation autour du monde (Offshore)

Nous allons maintenant combiner le travail du CSF avec des notions un peu plus théoriques relatives aux centres financiers offshore. En effet, le travail du CSF a permis d'avoir une estimation de la taille du shadow banking de manière globale, en le décomposant en différents sous-secteurs dont la taille est déterminée par le poids financier des actifs qui les constituent. Ces sous-secteurs correspondent à ce que la Conseil de Stabilité Financière a appelé les *intermédiaires financiers non-bancaires* (Other Financial Intermediaries). En additionnant la taille de ces OFIs, on obtient donc une estimation de la taille globale du shadow banking, estimée de manière large à \$75 billions (75×10^{12}), ce qui représente un peu moins d'un quart de la totalité des actifs financiers. Mais son travail dans ce domaine ne se limite pas à ça : en effet, le CSF a pu déterminer comment se répartissaient les activités et entités à travers le monde et, par exemple, au sein de quelles juridictions ce shadow banking était le plus prédominant.

Cette répartition est basée sur la taille des actifs détenus par les OFIs au sein de chaque juridiction, comme représenté sur la figure 7.

Figure 7. Taille des autres intermédiaires financiers, exprimée en pourcentage du PIB de chaque pays



Source : Rapport de surveillance annuelle du CSF (2014)

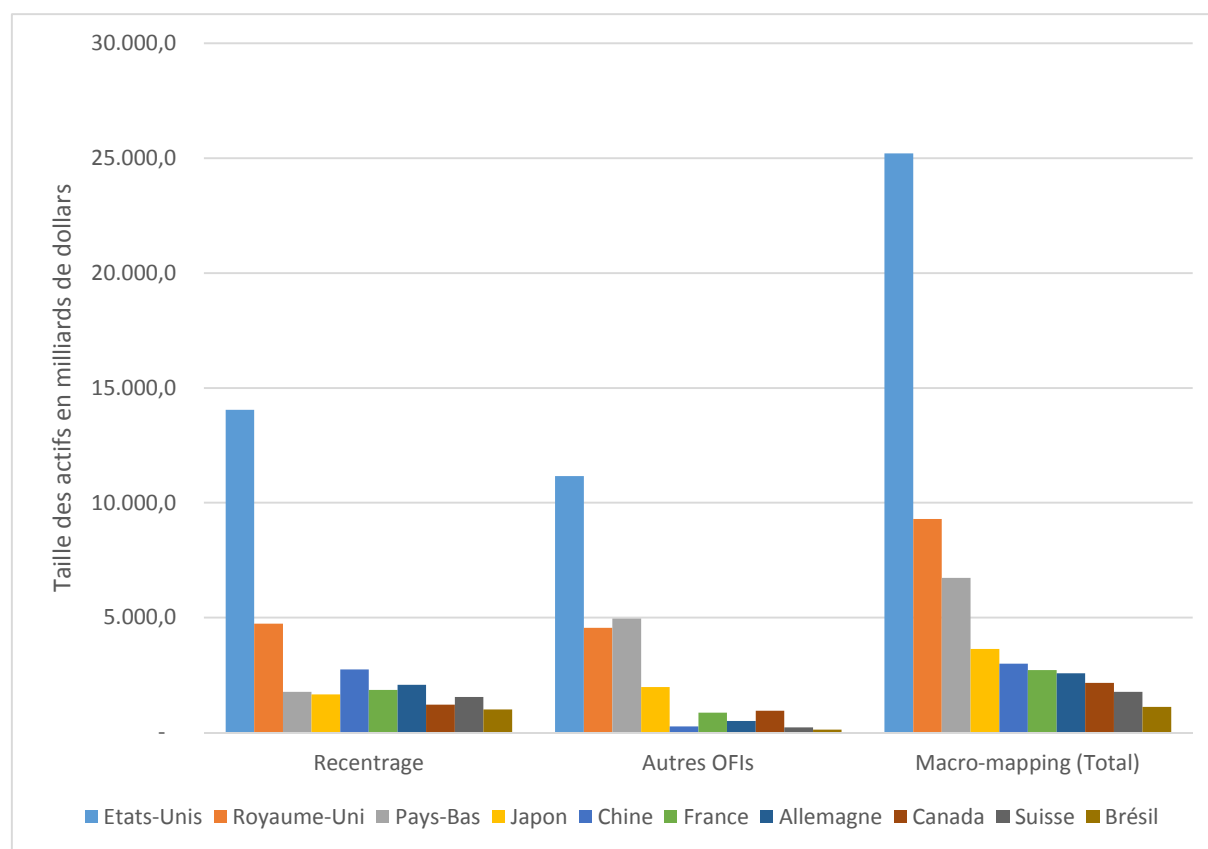
Inévitablement, la première chose qui saute aux yeux est la taille des actifs détenus par les intermédiaires financiers non-bancaires situés aux Pays-Bas. En effet, ceux-ci représentent plus de 750% du PIB néerlandais. Cette constatation n'est évidemment pas un hasard, les Pays-Bas sont notamment reconnus pour être un centre financier offshore²⁰ pour les flux de capitaux provenant des sociétés transnationales, des banques et des institutions financières non-bancaires (Palan *et al.*, 2010). D'autres CFOs reconnus pour ces opérations sont l'Irlande, le Luxembourg et la Suisse. Seules les données provenant de Suisse sont aussi disponibles, et la taille des actifs détenus par les OFIs comparée à son PIB est également significative (+260%). Cependant, ces données ne sont pas à prendre au sens strict du terme car elles proviennent de la phase de *macro-mapping*²¹ qui englobe l'ensemble des OFIs. La phase de *recentrage* permet donc d'améliorer l'estimation de la taille du shadow banking en ne prenant en compte cette fois que les OFIs susceptibles de comporter de réels risques liés à ce système. La figure 8 illustre la taille du

²⁰ Les OFCs peuvent être définis comme des marchés dans lesquels les opérateurs financiers sont autorisés à lever des fonds chez les non-résidents et investir ou accorder des crédits à d'autres non-résidents non-assujettis à la plupart des réglementations contraignantes (Palan et Nesvetailova, 2013).

²¹ Cette démarche de *cartographie* des différentes entités du shadow banking est présentée dans l'annexe 3.

shadow banking par juridiction²², en milliards de dollars et selon la phase durant laquelle sont collectées les données.

Figure 8. Taille des autres intermédiaires financiers, avant et après le recentrage



Source : Rapport de surveillance annuelle du CSF (2014)

Après recentrage, nous remarquons donc une nette diminution de la taille des actifs détenus par les OFIs en ce qui concerne les Pays-Bas. Cela s'explique par le fait que les institutions spécialisées financières néerlandaises créées uniquement afin de réaliser des activités intra-groupes sont exclues du calcul car elles ne jouent aucun rôle lors de l'intermédiation de crédit. Cependant, ces données mettent en lumière l'existence de relations entre le shadow banking et les centres financiers offshores. De plus, le Conseil de Stabilité Financière a explicitement reconnu que la taille des fonds spéculatifs était largement sous-estimée puisque la plupart de ces fonds sont établis dans des centres financiers offshores, ce qui rend la collecte de données difficile. Analysons donc brièvement les relations entre le shadow banking et les CFOs. De nombreuses shadow banks sont établies dans des centres financiers offshores afin de minimiser leurs dettes fiscales et d'éviter certaines contraintes réglementaires.

²² Pour une raison de clarté, nous avons décidé de sélectionner uniquement les 10 juridictions au sein desquels la taille du shadow banking est la plus importante.

Parmi celles-ci nous retrouvons donc beaucoup de fonds spéculatifs mais également la plupart des entités ad hoc. En effet, ces dernières recherchent une juridiction permettant de maintenir la neutralité fiscale²³ de leur structure et le fait de minimiser ces dettes fiscales potentielles augmente la perception de ces instruments comme étant à l'abri d'une faillite. Etablir une entité ad hoc dans une juridiction à faible fiscalisation signifie qu'il y aura moins d'évasion fiscale et donc plus d'argent disponible pour satisfaire les engagements envers les investisseurs. Selon un rapport de la Banque des règlements internationaux (Bank for International Settlements), les juridictions les plus communes dans lesquelles sont implantées les entités ad hoc pour les opérations de titrisation européennes sont le Luxembourg, Jersey, l'Irlande et le Royaume Uni. Quant aux entités ad hoc destinées aux opérations de titrisation américaine, elles sont majoritairement implantées dans les Îles Caïmans et dans l'Etat du Delaware, ce dernier étant considéré comme la juridiction la plus opaque au monde (BIS, 2009). Sans entrer dans les détails, nous remarquons donc que le shadow banking et les centres financiers offshores sont étroitement liés tant ils poursuivent des objectifs similaires tels que la soustraction à des contraintes réglementaires et ils se basent tous deux sur une structure complexe et extrêmement opaque. Le développement rapide du shadow banking est par conséquent très lié au fait que les shadow banks aient pu profiter des avantages économiques et juridiques offerts par ces centres financiers.

1.2.4. Renforcement de la surveillance des entités du shadow banking

Le 29 août 2013, le CSF a publié deux rapports visant à renforcer la surveillance et la régulation du shadow banking. Nous allons ici analyser celui qui rassemble les résultats du groupe de travail #3, chargé de réguler les autres entités du shadow banking. Ce document présente le cadre réglementaire qui permettra de répondre aux risques posés par les entités financières non-bancaires, autres que les fonds du marché monétaire (les *autres entités du shadow banking*). Ce cadre réglementaire consiste en trois éléments distincts, qui sont analysés de manière plus approfondis dans l'annexe 4 (CSF, 2013a) :

- Une structure représentant cinq fonctions économiques grâce à laquelle les autorités concernées peuvent déterminer si une entité financière non-bancaire, autre qu'un MMF, est impliquée dans une chaîne d'intermédiation de crédit non-bancaire pouvant présenter des risques systémiques ou des opportunités d'arbitrage réglementaire. La focalisation doit s'effectuer sur les entités ayant des activités proches à celles des

²³ Cela signifie que l'impôt n'influence pas le comportement des institutions.

banques, en excluant celles qui ne font normalement pas partie de cette chaîne d'intermédiation ;

- Un ensemble d'outils politiques disponible pour chaque activité, que les autorités devront utiliser en respectant certains principes fondamentaux, destiné à réduire les risques du shadow banking associé à chacune de ces fonctions ;
- Le partage d'informations entre les différentes autorités pour maintenir la consistance dans l'application du cadre réglementaire à travers les juridictions, et pour minimiser les failles de la régulation ou de nouvelles opportunités d'arbitrage réglementaire.

1.2.5. Renforcement de la surveillance des marchés de repos et de prêts de titres

Passons maintenant à l'analyse du deuxième rapport, publié également le 29 août 2013, mais cette fois par le groupe de travail #5, chargé de trouver des solutions aux risques que présentent les opérations de prêts de titres et les repos. En se basant sur le rapport publié en octobre 2011, ce groupe de travail a développé des recommandations politiques pour renforcer la régulation des prêts de titres et des repos, en réponse aux risques liés au shadow banking que ces secteurs comportent. Ces recommandations ont été catégorisées en trois groupes en fonction de leur nature et leur implémentation devra faire l'objet d'un travail supplémentaire du CSF afin d'en assurer la consistance à travers les différentes juridictions. Cette liste de recommandations complète est disponible à l'annexe 5.

2. *Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*

2.1. *Définition*

Ce Comité a été établi en 1974 par les dix principaux pays industrialisés afin de renforcer la solidité du système financier global et améliorer le contrôle prudentiel et la coopération entre les différents régulateurs bancaires. Aujourd'hui, ce Comité rassemble les superviseurs de 27 pays et est dirigé par le groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire. Le Comité de Bâle recherche à renforcer la régulation, la supervision et les pratiques des banques à un niveau mondial, dans le but de renforcer la stabilité financière.

2.2. *Rôle dans la régulation du shadow banking*

Le Comité de Bâle est chargé d'analyser les interconnexions des banques traditionnelles avec les shadow banks afin d'identifier les risques de ces relations et de proposer des mesures

pour contrôler ces risques. Il est donc en charge du groupe de travail #1 et doit s'assurer que les risques inhérents au shadow banking ne se répandent pas sur le système bancaire traditionnel. Depuis la crise, les membres du Comité de Bâle implémentent de nombreuses mesures visant à renforcer la résilience du secteur bancaire contre les risques générés par les shadow banks.

Plus spécifiquement, ils ont :

- augmenté les exigences de fonds propres pour les positions de retitrisation²⁴ des banques et pour les facilités de liquidités accordées aux véhicules de titrisation ;
- augmenté les exigences de fonds propres pour les expositions aux institutions financières régulées dont le total des actifs dépasse les \$100 millions, et aux institutions financières non-régulées, quelle que soit leur taille ;
- amélioré le processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres des banques pour les risques de titrisation, de réputation et le support implicite ;
- amélioré les exigences relatives à la divulgation d'informations concernant la titrisation.

2.2.1. Régulation des investissements bancaires dans tous les types de fonds

Conformément aux exigences du CSF, le Comité de Bâle a publié à la fin de l'année 2013 un rapport proposant un modèle fondé sur le risque, plus consistant que l'ancien, traitant les investissements des banques dans tous les types de fonds. Celui-ci permet le calcul des exigences réglementaires de fonds propres pour les investissements en fonds des banques qui sont tenus dans leur bilan, mais également pour leurs expositions hors-bilan. Cette initiative a été entreprise afin d'harmoniser globalement le traitement des investissements bancaires dans tous les types de fonds. Ce modèle, qui sera d'application à partir du 1^{er} janvier 2017, comporte trois approches qui ont chacune une sensibilité au risque différente. En effet, pour s'assurer que les banques ont des incitants suffisants pour améliorer leur gestion du risque de leurs expositions, le degré de conservatisme augmente au fil des approches (Comité de Bâle, 2013) :

- **L'approche par transparence** (*Look-Through Approach*) : c'est l'approche la plus granulaire. Les banques employant cette approche doivent appliquer une pondération de risque inhérente aux fonds, comme si ces risques reposaient directement sur les banques ;
- **L'approche axée sur les mandats** (*Mandate-Based Approach*) : elle fournit une couche additionnelle de sensibilité au risque qui peut être utilisée quand les banques ne

²⁴ La retitrisation consiste à transformer en titre négociable un *pool* de titres déjà négociables.

remplissent pas les conditions nécessaires pour appliquer la LTA. Ici, les banques doivent assigner la pondération de risque sur base des informations que contiennent le mandat du fonds en question, ou une autre législation nationale pertinente ;

- **L'approche alternative (*Fall-Back Approach*)** : c'est l'approche utilisée quand aucune des deux approches précédentes ne peut être applicable. Dans ce cas, les banques investissant dans des fonds devront appliquer une pondération de risque de 1,250%.

2.2.2. Améliorer la mesure et le contrôle des grandes expositions

Ensuite, le groupe de travail #1, dirigé par le Comité de Bâle, a également publié un rapport proposant un modèle de surveillance permettant une mesure plus précise et un meilleur contrôle des larges expositions que détiennent certaines banques envers une contrepartie unique. Celui-ci sera d'application à partir du 1^{er} janvier 2019 et s'assura de l'existence d'une norme minimale commune pour mesurer, agréger et contrôler les concentrations excessives des expositions sur une seule contrepartie à travers les différentes juridictions. Le dispositif relatif aux grands risques viendra compléter les exigences de fonds propres fondées sur le risque du Comité de Bâle, lorsque celles-ci n'ont pas spécialement vocation à protéger les grandes expositions de certaines banques à une contrepartie unique.

Ce dispositif impose donc de nouvelles normes qui appliquent une limite générale à l'exposition d'une banque à une contrepartie unique. L'objectif de celle-ci est de minimiser la perte maximale que pourrait subir une banque en cas de défaut soudain d'une de ses contreparties. Cette mesure permet donc clairement de minimiser les risques de contagion des faillites entre différentes institutions financières, par exemple une banque et un fonds monétaire. Cette nouvelle disposition stipule donc qu'une banque ne peut pas avoir une exposition à une contrepartie unique qui s'élève à plus de 25% de son capital Tier 1²⁵. Cette limite s'applique également aux expositions à des groupes identifiés de contreparties interdépendantes. Il faut finalement noter que pour les établissements d'importance systémique au niveau mondial (Global-Systemically Important Financial Institutions), cette limite sera encore plus stricte puisque l'exposition ne pourra pas dépasser les 15% de leur capital Tier 1.

²⁵ C'est la partie jugée la plus sûre des capitaux d'une entreprise, comprenant par exemple les réserves officielles.

3. *Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV)*

3.1. *Définition*

Selon ses statuts (site web de l'OICV, 2015), l'OICV *est un organisme international qui rassemble les régulateurs mondiaux des marchés des titres et qui est reconnu comme l'élaborateur de normes globales pour le secteur des titres*. Il a donc pour objectif d'assurer la consistance lors de l'implémentation de normes dans le domaine des titres, d'améliorer la protection des investisseurs et également de renforcer la confiance de ces derniers.

3.2. *Rôle dans la régulation du shadow banking*

L'OICV dirige les WS3 et WS5 qui s'occupent de proposer des mesures pour renforcer le contrôle des MMFs et des opérations de titrisation.

3.2.1. *Recommandations de l'OICV concernant les MMFs*

De nombreuses réformes ont déjà été mises en place afin de renforcer la stabilité des MMFs et de diminuer les risques qu'ils pourraient causer sur le système financier global. Cependant, même si elles ont effectivement réussi à rendre les MMFs plus résilients face à des demandes importantes de remboursement, les investisseurs ont toujours intérêt à demander un remboursement immédiat lorsqu'ils pensent que ces fonds vont subir des pertes. L'OICV a donc publié un rapport contenant une liste de recommandations afin de résoudre les problèmes suivants :

- La fausse impression de sécurité donnée par la VL constante ;
- L'avantage du précurseur qui incite les investisseurs à demander un remboursement dès que le fonds montre des signes de difficulté financière ;
- L'écart entre la VL constante publiée et la valeur réelle des actifs qui crée des incertitudes du point de vue des investisseurs ;
- Le support implicite qui donne également une fausse impression de sécurité aux investisseurs et crée aussi des interconnexions risquées entre les sponsor et les MMFs ;
- L'importance des notations sur lesquelles se basent presque aveuglement les investisseurs et les gestionnaires des fonds.

Cette liste de recommandations a pour objectif de renforcer la stabilité des MMFs, mais c'est avant tout aux autorités concernées d'évaluer quelles sont les réponses appropriées face aux problèmes identifiés dans leur juridiction. L'OICV propose donc avec cette liste une

gamme de mesures politiques que les régulateurs devraient utiliser pour répondre à ces problèmes, et non une liste de règles à appliquer automatiquement à chaque fonds du marché monétaire. Cette liste est disponible à l'annexe 6.

3.2.2. Recommandations de l'OICV concernant la titrisation

Depuis la crise, une diminution significative des activités a eu lieu sur les marchés de titrisation. Cependant, l'OICV estime qu'il est essentiel de réinstaurer la confiance dans ces marchés qui, comme nous l'avons vu dans la première partie, peuvent jouer un rôle essentiel dans le support de la croissance économique. Ce comité pense que les bénéfices de la titrisation ne peuvent être réalisés qu'en développant un marché financier sain, qui inspire confiance. Pour cela, les participants du marché devront avoir accès aux informations leur permettant d'avoir une compréhension globale des instruments et des risques associés aux opérations de titrisation. L'OICV a donc publié un rapport contenant une liste de recommandations, disponible à l'annexe 7, dont l'objectif est de renforcer la confiance dans des marchés de titrisation stables, d'améliorer la prévention d'effets de levier excessifs dans le marché financier et de minimiser les différences potentielles dans les approches réglementaires des différentes juridictions.

4. La Commission Européenne

4.1. Définition

Sur son site web, la Commission Européenne (site web de la CE, 2015) est définie comme *représentant les intérêts de l'Union européenne dans son ensemble. Elle propose de nouvelles législations au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne, et veille à ce que la législation de l'UE soit correctement appliquée par les États membres. Le terme 'Commission' désigne tant les 28 commissaires que l'institution dans sa globalité.*

4.2. Rôle dans la régulation du shadow banking

La Commission Européenne analyse les mesures et les réglementations proposées par le CSF (ce dernier rassemblant également le travail du Comité de Bâle et de l'OICV) et lui donne ses propres recommandations. En plus de cela, la CE travaille de son côté pour définir concrètement le périmètre des activités liées au shadow banking et proposer également certaines mesures permettant de mieux contrôler ce système. En mars 2012, la Commission Européenne a publié un livre vert sur le shadow banking (la Commission utilise le terme français *système bancaire parallèle*). L'objet principal de ce livre vert est d'expliquer brièvement en quoi

consiste ce système, quels en sont les acteurs, les activités, les risques et les avantages. La Commission invite également le public intéressé à publier des recommandations sur ce livre et sur la manière de réguler ce shadow banking. En septembre 2013, elle a ensuite rédigé un communiqué sur le shadow banking destiné au Conseil et au Parlement européen dans lequel elle souligne certains domaines auxquels elle accordera à l'avenir une attention particulière tels que la transparence du shadow banking, l'encadrement des fonds du marché monétaires ou encore les risques associés aux opérations de cession temporaire de titres. Finalement, en janvier 2014, la Commission a fait ses premières propositions concrètes de régulation en présentant un règlement destiné à améliorer la transparence des opérations de financement de titres, des autres structures de financement et de la réaffectation des actifs des clients. Ce règlement met en pratique les recommandations proposées par le CSF, disponibles à l'annexe 5.

II. La régulation, une solution appropriée ?

Comme nous l'avons vu dans la première partie, l'émergence du shadow banking a été rendue possible grâce aux volontés des politiques américaines de déréglementer les marchés financiers. En effet, à partir de 1980, de nombreuses politiques de libéralisation financière ont été menées dans la plupart des pays développés afin de permettre aux marchés financiers de s'autoréguler. Malheureusement, cette déréglementation des marchés et des acteurs financiers a entraîné le développement du shadow banking qui est relativement incontrôlable à cause notamment de son caractère opaque.

Aujourd'hui, la croissance incontrôlée de ce système est donc le résultat des ces politiques de déréglementation, basées sur l'optique du *laisser-faire* et sur la croyance en l'autorégulation et l'efficacité du système financier (Plihon, 2013). Il semble alors normal que la meilleure manière de recadrer ce système instable et dangereux pour l'économie, mais également porteur de bénéfices, soit de le réguler et donc d'adopter des politiques inverses à celles de 1980. Comme nous l'avons vu dans le début de cette partie, c'est effectivement la solution qui a été spontanément adoptée par les autorités chargées de la surveillance des marchés financiers.

Cependant, presque huit ans ont passé depuis que ces problèmes ont été mis en lumière et ce système est encore loin d'être sous contrôle. La question qui se pose alors est de savoir si la régulation du shadow banking est effectivement la solution adéquate, s'il existe d'autres

alternatives pour mettre ce système sous-contrôle, ou encore s'il est réellement possible de contrôler celui-ci de manière efficiente. Nous allons donc tenter de répondre à ces interrogations dans la section suivante.

1. Qu'est-ce que la régulation financière ?

Premièrement, il est primordial d'expliquer en quoi consiste le processus de régulation financière. A première vue, cela peut sembler inutile, mais il est important de faire la distinction entre réglementation et régulation. En effet, la régulation financière désigne les mécanismes mis en place afin d'assurer la stabilité et le bon fonctionnement d'un système financier. La réglementation, quant à elle, fait référence à un ensemble de règles et de comportements que doivent adopter les acteurs qui sont soumis à sa juridiction. Concrètement, la régulation financière désigne la combinaison entre la réglementation et la supervision financière, supervision sans laquelle la réglementation ne serait probablement pas appliquée. Le défi pour les régulateurs est de mettre au point des instruments qui atteignent les objectifs fixés de manière efficace et efficiente. Efficace, car ces instruments doivent résoudre les problèmes auxquels ils s'appliquent. Efficiente parce qu'ils doivent minimiser les coûts supportés par les acteurs devant se conformer à ceux-ci et les coûts, généralement plus indirects, que peuvent supporter le public.

2. Désavantages de la régulation financière du shadow banking

Lors de la dernière crise financière, même si le shadow banking a également souffert, c'est le secteur bancaire traditionnel qui a été le plus gravement touché. C'est donc le système très régulé qui a été le principal instigateur de cette crise, et pas le système non régulé. La réponse immédiate face à cette crise a été de renforcer la régulation déjà existante du système bancaire traditionnel mais également de proposer la mise en place de politiques réglementaires visant à encadrer les marchés financiers, qui bénéficiaient d'un certain laisser-faire depuis 1980. Cependant, cette tâche peut comporter de nombreux désavantages et risquerait de conduire à l'inverse des résultats escomptés. En effet, le risque aujourd'hui serait d'avoir un excès de réglementations inadaptées. Pour qu'une régulation fonctionne de manière efficiente, elle doit être homogène dans tous les systèmes auxquels elle s'applique, le cas échéant conduirait à des opportunités d'arbitrage qui ne feraient que déstabiliser le système financier. Cependant, nous vivons dans un monde ultra-connecté dans lequel toutes les structures économiques sont reliées

entre-elles : par exemple, les banques traditionnelles européennes ont d'importantes interconnexions avec les shadow banks américaines.

Dans le cas du shadow banking, nous comprenons donc mieux pourquoi l'élaboration et la mise en place de régulations appropriées prennent autant de temps. En effet, ce système est complètement opaque et la réglementation s'applique aux activités opérées en son sein et non sur les entités qui y opèrent, ce qui rend la collecte de données nécessaires relativement complexe. De plus, le shadow banking s'est développé en profitant des opportunités d'arbitrage qui se créaient à cause d'une régulation trop sévère sur le secteur bancaire traditionnel. En y imposant des politiques de régulations similaires et dans une époque où les innovations financières sont de plus en plus importantes, il ne faut pas exclure l'hypothèse dans laquelle ces nouvelles politiques mèneraient à la création d'un autre système de l'ombre. Il serait donc peut-être plus prudent de surveiller ce système d'une manière différente maintenant que nous en connaissons l'existence et surtout les risques qu'il comporte, plutôt que de prendre le risque de voir la création d'un nouveau système qui pourrait rester inconnu des autorités publiques jusqu'à la prochaine crise.

3. *Quelles sont les alternatives envisageables ?*

Il existe des alternatives, à moindre coût et potentiellement plus efficaces, à cette régulation traditionnelle. Cependant, ces instruments alternatifs sont ignorés la plupart du temps par les régulateurs et lorsqu'ils sont effectivement pris en considération, il est souvent trop tard. En effet, la première réponse des gouvernements lorsqu'un problème apparaît est généralement la régulation pure et simple. Néanmoins, il faut se poser la question de savoir si la régulation est toujours le meilleur moyen d'action dont disposent les gouvernements. La plupart du temps, les régulateurs sont plutôt réticents à considérer l'utilisation d'instruments alternatifs et ce pour plusieurs raisons. Premièrement, ils perçoivent un certain risque à utiliser ce genre d'instruments, rarement utilisés dans le passé. Effectivement, les régulateurs peuvent penser que si la méthode de régulation classique ne fonctionne pas, cela sera moins grave que si ce sont les instruments alternatifs qui ont échoué car ils pourraient se voir reprocher de ne pas avoir utilisé la régulation traditionnelle comme il est coutume de le faire. Deuxièmement, étant donné que ces instruments sont moins utilisés, les régulateurs disposent de moins d'informations sur leur fonctionnement et les résultats qu'ils pourraient générer. Finalement, ce manque d'information est souvent un problème important étant donné qu'en cas de situation

urgente, comme une crise financière, un moyen de résolution doit rapidement être choisi. Dans un contexte pareil, les régulateurs n'ont donc pas le temps nécessaire pour effectuer des analyses ayant pour but de savoir par exemple si ces moyens alternatifs pourraient effectivement fonctionner, dans combien de temps, sous quelles conditions, etc. Dans ces cas-là, les régulateurs choisissent d'agir avec la régulation traditionnelle, qu'ils maîtrisent, afin de répondre aux attentes du public qui réclame des interventions rapides du gouvernement. Nous allons à présent envisager brièvement ces différentes alternatives qui pourraient s'appliquer à l'un, voire plusieurs des problèmes posés par le shadow banking.

3.1. Instruments fondés sur le marché (market-based)

Ces instruments ont pour objectif de changer les comportements des acteurs d'un marché en modifiant les motivations de ceux-ci. Ce sont par exemple les mesures fiscales que l'on peut imposer aux entités. Dans le cas du shadow banking, les régulateurs pourraient envisager dans quelles mesures il serait possible d'imposer une taxe sur certaines opérations à risque. Il serait intéressant de regarder s'il est envisageable d'imposer des taxes aux originateurs à chaque fois qu'une créance qu'ils ont initiée change de main, lorsqu'elle est structurée dans un titre. Par exemple lorsque le titre créé est transféré à un investisseur, qui le vend ensuite à un autre fonds commun de créances qui va lui-même le *pooler* au sein d'un ensemble de titres similaires afin de revendre cet ensemble à un autre investisseur, etc. Si une taxe est imposée à chaque fois que le propriétaire du titre change, l'originateur va devoir mieux considérer si les avantages qu'il en retire en se débarrassant de cette créance sont plus élevés que les coûts potentiels. À l'inverse, une taxe qui reposerait sur l'investisseur final pourrait être considérée, comme un type de TVA, où l'acheteur final devrait supporter cette taxe en devant payer un prix plus important. Ces deux exemples modifieraient effectivement les motivations des participants du marché de la titrisation et diminueraient potentiellement la complexité des produits financiers créés. Cependant, dans la pratique, cela semble difficilement applicable étant donné que cela nécessiterait la mise en place d'autorités spécifiques chargées de réguler toutes les opérations de titrisation et que les participants auraient intérêt à trouver des méthodes pour se soustraire à cette taxe mais il peut être profitable de s'intéresser à l'idée générale.

3.2. Corégulation

Avec cette forme alternative de régulation, les différentes industries peuvent établir elles-mêmes leurs politiques de régulation, avec une participation gouvernementale. Cela permet donc au gouvernement d'accorder une certaine liberté aux différentes industries, tout en

gardant une part de contrôle sur celles-ci. Dans le cas du shadow banking, la corégulation est souhaitable mais ses résultats restent relativement risqués et incertains. Par exemple, il serait intéressant que toutes les shadow banks acceptent de respecter un certain code de conduite qui stipulerait entre autres qu'à chaque fois que l'une d'entre elle parvient à trouver une méthode leur permettant de profiter d'opportunités d'arbitrage réglementaire, elle aille exposer cette méthode aux autorités de sa juridiction. Celles-ci décideraient alors s'ils donnent le droit à l'entité concernée d'exercer cette méthode innovante, ou pas, sous réserve de modifications éventuelles.

Dans la pratique, cette politique de régulation se révélerait particulièrement efficace pour identifier et contrôler les innovations financières et les développements du shadow banking, cependant, elle semble peu réaliste étant donné que les shadow banks ont tout intérêt à garder cette méthode pour elles plutôt que de prendre le risque que les autorités ne leur refusent son utilisation. Cependant, l'IFI, qui est l'association des plus grandes banques et institutions financières, a fait part de sa volonté à travailler avec les institutions de régulation afin de diminuer les risques liés au shadow banking, il peut donc être intéressant d'envisager si la mise en place d'un tel code de conduite est possible. De plus, afin d'augmenter les chances de collaboration des shadow banks, les régulateurs pourraient instaurer un système de sanctions particulier. En effet, à l'image du système de réduction de sanction appliqué aux participants d'un cartel qui se dénoncent, les shadow banks qui dénoncent des entités profitant d'opportunités d'arbitrage réglementaire pourraient recevoir certains avantages financiers, tandis que des sanctions seraient infligées aux shadow banks qui n'ont pas respecté ce code de conduite. Au bout du compte, ces propositions restent purement théoriques étant donné qu'un code de conduite ne peut pas être imposé à une entité, celle-ci doit l'accepter volontairement et, une nouvelle fois, elle aurait plutôt intérêt à ne pas le faire. Il conviendrait alors de trouver des avantages incitant les entités à accepter ce code.

3.3. Alternatives supplémentaires

Il existe de nombreuses alternatives à la régulation traditionnelle qui méritent une plus grande attention. Nous allons ici en citer trois autres qui pourraient éventuellement s'appliquer au shadow banking. Premièrement, une mesure alternative à la régulation traditionnelle consisterait à interdire, sous certaines conditions, l'activité de certaines institutions financières non-bancaires sur un marché spécifique. Par exemple, interdire temporairement les opérations de vente à découvert des fonds spéculatifs sur les marchés de financement de titres s'ils mettent en place des effets de levier excessifs. Deuxièmement, il peut également être intéressant

d'instaurer un système de licences pour l'industrie des fonds spéculatifs. En effet, afin de pouvoir être opérationnel, un fonds spéculatif devra répondre à un certain nombre de conditions telles que la mise en place de procédures strictes de gestion du risque et une méthode efficace de divulgation d'informations. Finalement, une autre mesure consisterait à fournir, sous conditions, un support explicite à certaines entités du shadow banking. Par exemple, les fonds du marché monétaire qui respectent un ensemble de conditions pourraient profiter d'une garantie de liquidité. Ces conditions pourraient être, entre autres, d'imposer des limites sur les risques qu'ils peuvent prendre pour leurs portefeuilles d'investissement ou encore l'application de procédures leur permettant de mieux connaître leurs investisseurs. Les régulateurs bénéficieraient du fait qu'ils peuvent imposer un certain nombre de conditions à ces fonds afin de stabiliser le shadow banking, et les fonds monétaires, qui ont perdu une partie de leur clientèle²⁶ depuis qu'ils ne sont plus perçus comme des alternatives *sans risque* aux dépôts bancaires, pourraient en récupérer une fraction grâce à cette sécurité officielle.

A côté de ces alternatives envisageables, une autre solution pourrait également être d'améliorer la manière d'appliquer la méthode de régulation existante. En effet, les régulations deviennent de plus en plus nombreuses, complexes à comprendre et mettre en place et coûteuses pour les acteurs qui doivent les implémenter. Il existe différentes stratégies pour simplifier cet environnement réglementaire :

- Minimiser l'intervention gouvernementale : réguler uniquement lorsqu'une situation problématique ne permet pas l'obtention d'une autre solution adéquate ;
- Encourager une participation plus significative des secteurs/acteurs impliqués lors de la mise en place de régulations ;
- Améliorer davantage le partage d'informations entre les différentes juridictions.

Finalement, l'OCDE a mis en place un outil permettant aux régulateurs d'évaluer l'efficacité des différentes politiques de régulation qui sont à leur disposition pour résoudre un problème spécifique : l'Analyse d'Impact de la Réglementation. Cet outil est une démarche systémique d'évaluation critique des effets positifs et négatifs d'une politique de régulation. Il est comparable à une checklist sur laquelle les régulateurs pourront se baser pour évaluer l'efficacité potentielle d'une réglementation (OCDE, 2009).

²⁶ Les actifs détenus par ces fonds s'élevaient à \$3,6 billions avant la crise. Aujourd'hui, leur montant est estimé à \$2,9 billions (Wallison, 2014)

PARTIE III : ETUDE DE CAS : LE SHADOW BANKING CHINOIS

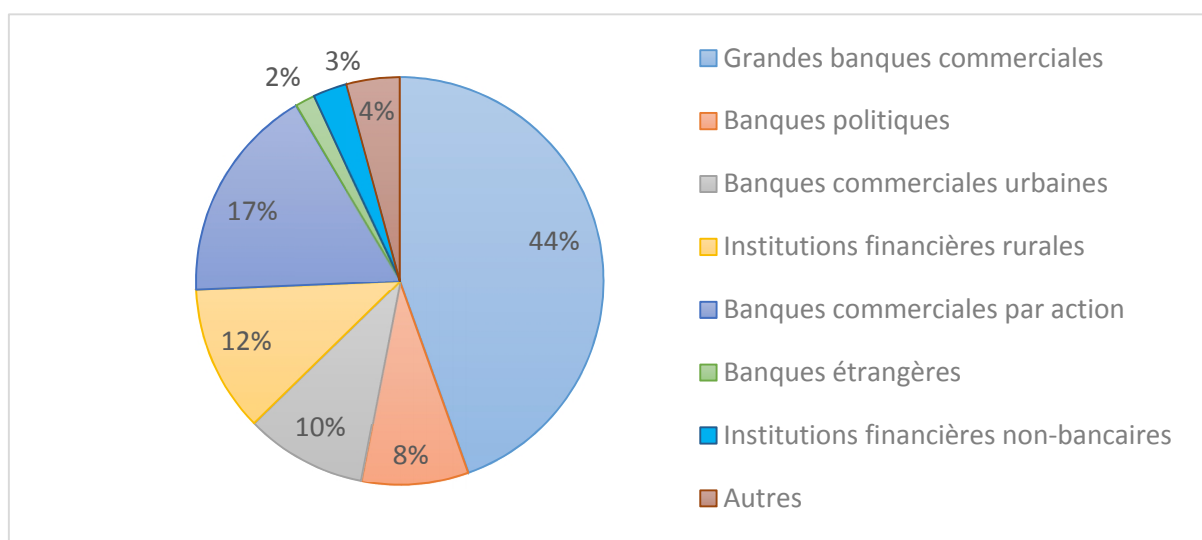
I. Le système financier chinois

Afin de comprendre les caractéristiques du shadow banking chinois, il est nécessaire de comprendre le fonctionnement du système financier traditionnel de ce pays, qui est radicalement différent des systèmes européen et américain. Avant tout, il faut savoir qu'avant la mort de Mao Tsé-toung, ce pays respectait à la lettre les principes classiques du communisme et son économie était totalement isolée du reste du monde. A cette époque, la Banque Populaire de Chine faisait office d'établissement bancaire unique : elle jouait en même temps le rôle de banque centrale et d'unique banque commerciale du pays. En 1978, les dirigeants chinois décident alors de lancer une grande politique de modernisation afin de transformer l'économie chinoise en grande puissance économique mondiale. A partir de là, le système financier chinois s'est rapidement développé pour devenir celui que nous connaissons aujourd'hui. Nous allons ici brièvement décrire les principaux acteurs du système financier chinois actuel. La figure 9 illustre les parts du marché chinois détenus par ces différents acteurs.

- **Grandes banques commerciales** : au début des années 80, les fonctions commerciales de la BPC furent réparties au sein de quatre banques appartenant à l'Etat : la Banque de l'Industrie et du Commerce, la Banque de Construction Chinoise, la Banque de Chine et finalement la Banque Agricole de Chine. Ces banques, entièrement détenues par le gouvernement lors de leur création, ont été partiellement privatisées au début des années 2000 à la suite d'une réforme destinée à améliorer leur efficience. Parmi les grandes banques commerciales, nous trouvons également la Banque de Communication et la Banque d'Epargne Postale, également détenues partiellement par l'Etat.
- **Banques politiques** : en 1994, le gouvernement chinois décida de créer trois banques politiques (*policy banks*) chargées des opérations de prêts administrés par l'Etat, qui étaient jusque là effectuées par les quatre grandes banques commerciales du pays. Celles-ci consistent en la Banque de Chine du Développement Agricole (BCDA), la Banque de Développement de Chine (BDC) et la Banque d'Import-Export de Chine (BIEC). Ces banques sont intégralement détenues par le gouvernement chinois et sont donc entièrement au service de la politique gouvernementale.

- **Banques commerciales urbaines** : ces banques sont généralement créées par des autorités provinciales ou municipales afin de financer des projets locaux. Fin 2013, le secteur bancaire chinois comprenait 145 banques commerciales urbaines.
- **Institutions financières rurales** : ces institutions sont divisées en trois catégories, à savoir, les banques commerciales rurales (468), les banques coopératives rurales (122) et les coopératives de crédit rural (1803). Elles orientent donc leurs opérations vers le secteur rural, leurs clients étant par exemple des fermiers ou des entreprises communales et villageoises (*Township and Village Enterprises*).
- **Banques commerciales par action** : ces banques commerciales, qui étaient au nombre de 12 à la fin 2013, sont conjointement détenues par l'Etat et par d'autres intérêts, tels que des entreprises privés, des entreprises d'Etat ou encore des investisseurs minoritaires. Même si ces banques ont été en partie créées afin de réaliser les objectifs des pouvoirs publics locaux, leur mission aujourd'hui consiste généralement à créer de la valeur pour les actionnaires.
- **Banques étrangères** : à la fin 2013, la Chine comptait 101 banques étrangères dans son système financier, provenant de 51 pays différents.
- **Institutions financières non-bancaires** : ces institutions jouent un rôle déterminant dans le développement du shadow banking en Chine et nous les analyserons en détails dans la section suivante. Ce sont, par exemple, les sociétés fiduciaires (*trust companies*), les sociétés financières ou encore les sociétés de leasing financier.

Figure 9. Division des parts du marché chinois entre les différents acteurs à la fin 2013



Source : Rapport annuel de la CRBC (2013)

Il peut être aisément remarqué sur ce graphique que l'Etat a la mainmise sur son marché financier. En effet, les grandes banques commerciales, qui sont majoritairement détenues par le gouvernement, représentent 44% de ce marché, et en y ajoutant la part du marché détenue par les banques politiques, dont l'Etat est 100% propriétaire, ce dernier contrôle plus de la moitié du marché financier, sans compter les participations qu'il détient dans les banques commerciales par action.

II. Shadow banking chinois

1. Définition

Le shadow banking chinois est relativement moins complexe que celui en place dans les pays développés, analysé dans la première partie, mais la définition générale reste très similaire. En effet, la Banque Populaire de Chine l'a défini comme *étant une intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel, dans laquelle s'opèrent des transformations de liquidité et de crédit, et qui peut potentiellement causer des risques systémiques ou des arbitrages réglementaires* (BPC, 2013). En se basant sur cette définition, Yan et Li ont proposé différents critères pour faciliter l'identification des activités et entités du shadow banking. Selon eux, pour qu'une activité ou une entité soit considérée comme appartenant au shadow banking, elle doit remplir les trois critères suivants (Yan & Li, 2014) :

- (1) impliquer une intermédiation de crédit, au sein de laquelle la régulation est inexistante ou inefficace ;
- (2) avoir les caractéristiques des transformations de liquidité ou de crédit, ou d'effets de levier excessifs ;
- (3) avoir le potentiel de causer un risque systémique.

2. Taille et causes de développement

2.1. Taille du shadow banking en Chine

Le shadow banking chinois s'est développé rapidement au cours de ces dernières années et continue de croître de manière significative, ce qui a déclenché une vague d'inquiétude globale. Cette croissance est liée à de nombreux facteurs et n'aurait pas été

possible sans l'aide du système bancaire traditionnel chinois. L'évaluation de la taille du shadow banking au sein de n'importe quelle juridiction est toujours un exercice difficile. De nombreuses institutions ont donc essayé de définir l'ampleur du shadow banking chinois, avec des montants qui varient parfois de manière significative. Nous allons quant à nous baser notre analyse sur les estimations faites par le CSF en utilisant les données de la fin de l'année 2013 (CSF, 2014). Selon les estimations durant la phase de macro-mapping, la taille du shadow banking en Chine s'élève à \$2,998 billions et constitue le cinquième secteur de l'ombre le plus large, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et le Japon. Quasiment tous les actifs détenus par les OFIs chinoises comportent des risques liés au shadow banking et par conséquent, après la phase de recentrage, la taille de ce secteur s'élève encore à \$2,738 billions, ce qui en fait le troisième shadow banking le plus large derrière les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Lorsque nous comparons la taille absolue du shadow banking chinois avec celui des Etats-Unis (\$14,039 billions) après la phase de recentrage, on remarque qu'elle ne constitue même pas 20% de ce dernier.

L'inquiétude grandissante du shadow banking chinois n'est pas vraiment sa taille absolue mais plutôt la place qu'elle occupe au sein de l'économie chinoise. Pour l'instant la proportion du shadow banking chinois par rapport au PIB chinois (31%) est relativement faible comparée à la moyenne mondiale (120%). Cependant, dans son rapport annuel en 2014, le CSF a estimé que le shadow banking chinois possédait le deuxième taux de croissance le plus élevé derrière l'Argentine, à hauteur de 38% (CSF, 2014). L'inquiétude majeure concerne donc la rapidité avec laquelle se développe ce secteur de l'ombre au sein de cette juridiction. En effet, la Chine étant la deuxième puissance économique mondiale, un simple choc sur son marché financier peut impacter l'ensemble du système financier mondial s'il n'est pas rapidement stabilisé.

2.2. Causes de la croissance élevée du shadow banking en Chine

Le taux de croissance élevé qui caractérise le shadow banking chinois est la conséquence directe des lourdes mesures réglementaires qui s'appliquent au système bancaire traditionnel. En effet, même s'il est difficile de donner des chiffres précis, les spécialistes estiment qu'approximativement deux tiers du shadow banking proviennent de la volonté des banques d'opérer des arbitrages réglementaires. En d'autres mots, une large partie des actifs du shadow banking consiste en des prêts, accordés par des institutions non-bancaires, qui ont été initiés par des banques et que ces dernières auraient accordés directement, en les gardant au bilan, si elles n'avaient pas été soumises à cette régulation contraignante.

Les intermédiaires non-bancaires ont donc de nombreux avantages significatifs sur les banques, ce qui encourage la croissance du shadow banking (Wang Yao, 2015) :

- Les banques sont soumises à des quotas sur la taille des prêts qu'elles accordent ;
- Elles sont également soumises à une limitation sur le volume total des prêts qu'elles peuvent accorder. En effet, elles doivent respecter un ratio maximum de 75% de prêts par rapport aux dépôts. Par exemple, si elles ont au bilan des dépôts s'élevant à \$1 million, elles ne peuvent pas accorder des prêts dont la valeur combinée s'élèveraient à plus de \$750.000. Elles doivent donc collecter des dépôts en offrant des taux d'intérêt très faible afin de financer leurs prêts tout en respectant ce ratio. Ceci a donc incité beaucoup d'épargnants à rechercher des taux de dépôts plus avantageux et donc à investir dans des instruments alternatifs aux dépôts classiques, tels que les produits de gestion du patrimoine, ce qui a donc directement influencé le développement du shadow banking ;
- Il existe de nombreuses politiques réglementaires pour décourager les prêts bancaires dans certaines industries de l'économie chinoise telles que le secteur des mines de charbon ou des promoteurs immobiliers. Si les banques désirent quand même prêter à ces industries à plus haut risque, elles doivent passer par d'autres intermédiaires non-bancaires afin de garder ces prêts hors bilan ;
- La plupart des intermédiaires non-bancaires bénéficient d'exigences de fonds propres moins strictes, ce qui encourage les banques à leur confier certains prêts afin de pouvoir bénéficier également de ces réglementations moins restrictives ;
- Finalement, les banques sont soumises à des exigences de réserves par la BPC. Elles doivent effectivement placer 20% de leurs dépôts à la banque centrale chinoise, avec des taux de dépôts relativement faibles. Les banques préfèrent donc offrir des WMPs qui sont des alternatives plus avantageuses aux dépôts traditionnels et qui ne sont pas soumis à cette restriction.

Pour ces raisons, les banques ont choisi de créer leurs propres produits du shadow banking, tels que les produits de gestion du patrimoine, et de coopérer avec les shadow banks pour échapper aux désavantages et contraintes que nous venons de citer (Wang Yao, 2015). Ces volontés d'arbitrage réglementaire constituent donc deux tiers des activités du shadow banking traditionnel. Quant au dernier tiers, il provient de l'incapacité ou de la réticence des banques à

accorder des prêts à certains secteurs et du fait que d'autres institutions non-bancaires proposent des offres plus avantageuses, contraintes réglementaires mises à part. Ainsi, les grandes banques chinoises ne possèdent pas la structure adéquate pour accorder des prêts aux PME. Elles n'ont par exemple pas assez d'expérience dans ce domaine pour évaluer correctement le niveau de risque que constituent de tels prêts. Le gouvernement chinois a tenté d'encourager les prêts dans ces secteurs mais cela s'est traduit par une augmentation du shadow banking. En effet, les grandes banques sont passées par des intermédiaires non-bancaires tels que les grandes entreprises détenues par l'Etat pour investir sur ce secteur.

3. *Activités et acteurs*

Lu, Guo, Kao et Fung (2014) ont distingué quatre catégories différentes d'activités appartenant au shadow banking en Chine. Nous allons donc décrire celles-ci avant d'établir une comparaison avec les activités du shadow banking des pays développés.

3.1. *Activités effectuées par des banques*

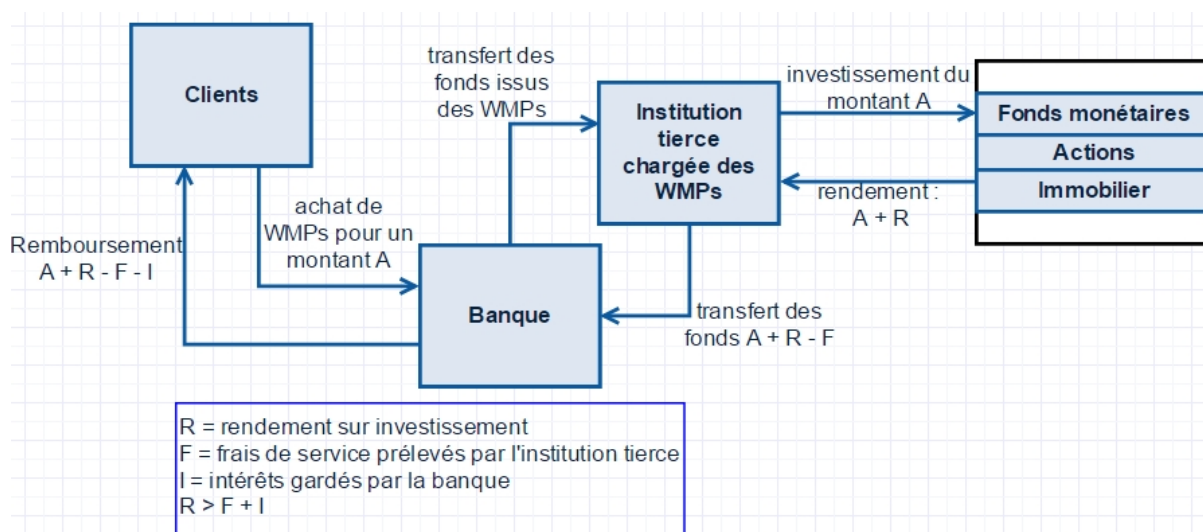
3.1.1. Produits de Gestion du Patrimoine (*Wealth Management Products*)

La plupart des produits proposés par les banques font partie du système bancaire traditionnel. Cependant, certains produits, pouvant apporter une marge de revenu plus importante, sont plus risqués. Ceux-ci ne se trouvent généralement pas au bilan des banques et ne sont donc pas aussi réglementés que les autres, ils sont donc inclus dans le shadow banking chinois.

Parmi ces produits plus risqués proposés par les banques se trouvent les produits de gestion du patrimoine, qui en constituent d'ailleurs la majeure partie. Les WMPs sont des groupements d'actifs qui offrent aux clients des rendements proportionnels à la performance de ces actifs, plus avantageux que les rendements des dépôts bancaires traditionnels. Ces produits peuvent être vendus par les banques, mais aussi par des institutions non-bancaires, et ont une maturité généralement très courte. Les banques peuvent décider d'investir eux-même les fonds récoltés grâce à la vente de WMPs mais généralement c'est une autre institution financière qui s'en occupe pour que ces produits ne figurent pas au bilan de la banque. De cette façon, les banques peuvent se soustraire à certaines réglementations strictes dont elles font l'objet. Ce sont donc les WMPs qui sont transférés hors bilan qui vont faire partie du shadow banking.

La figure 10 explique le fonctionnement des ces WMPs. Premièrement, les clients achètent ces titres qui leur donnent droit aux créances associées accompagnées d'intérêts. Ensuite, les banques transfèrent les fonds reçus dans des institutions spécialisées qui se chargent de les investir, généralement sur les marchés des actions, de l'immobilier ou sur les fonds monétaires. Une fois qu'elle a reçu le rendement sur investissement, cette institution prélève des frais, prévus à l'avance, pour les services qu'elle a effectués, et transfère le montant restant à la banque. Celle-ci rembourse le montant spécifié aux investisseurs et garde le montant restant comme intérêts.

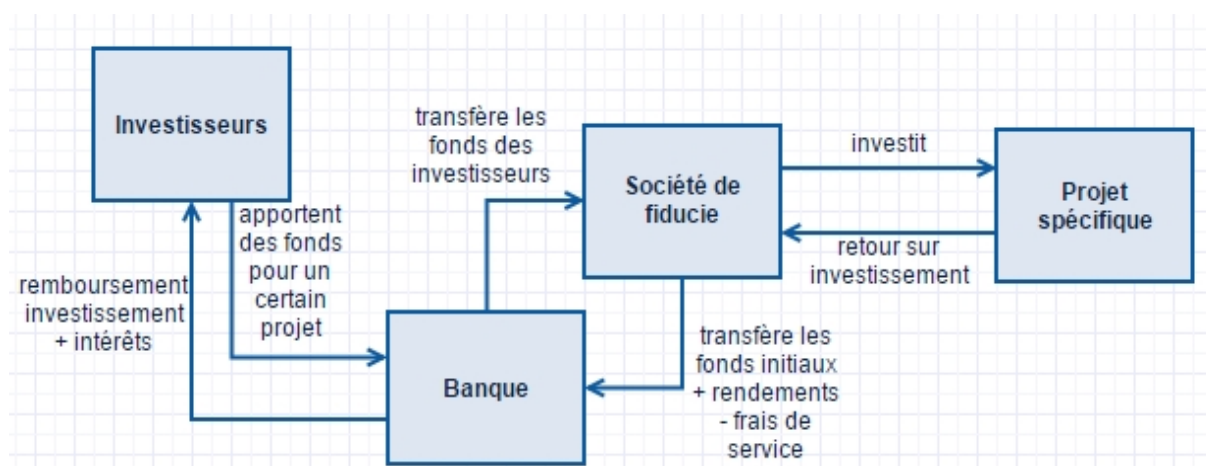
Figure 10. Fonctionnement des produits de gestion du patrimoine en Chine



Source : Adapté de Lu *et al.* (2015)

3.1.2. Coopération avec les sociétés fiduciaires (*trusts*)

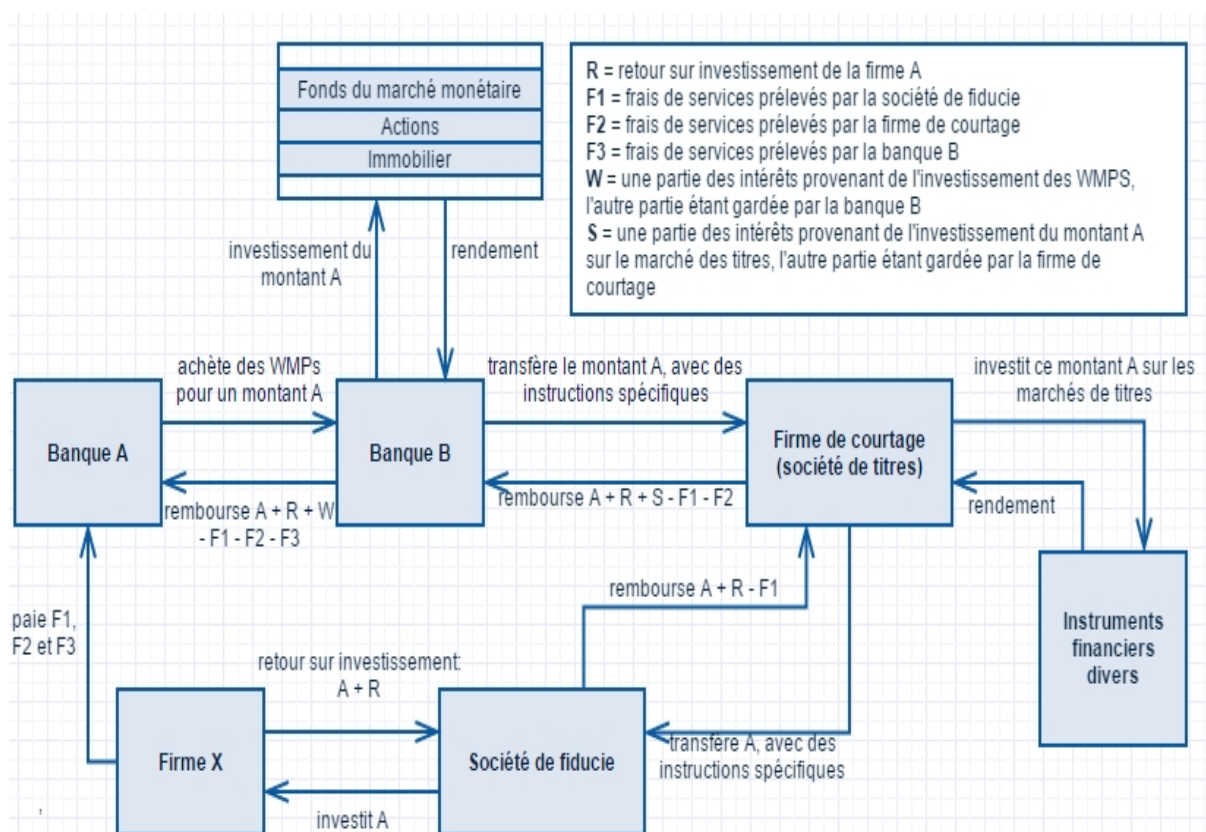
Une société fiduciaire chinoise est une société qui combine les caractéristiques des activités de placement de capital, de gestion d'actifs et des banques. Généralement, la structure de ces opérations de coopération sera la suivante : des investisseurs apportent des fonds à une banque en stipulant que ceux-ci doivent être placés dans un projet spécifique, la banque transfère ces fonds dans une société fiduciaire qui les utilisera pour effectuer cet investissement spécifique et finalement, l'investissement de départ auquel sont ajoutés les rendements liés à ce projets est remboursé aux investisseurs initiaux, déductions faites des différents frais prélevés par la banque et la société fiduciaire. Ces opérations de coopération, dont le fonctionnement est illustré à la figure 11, peuvent se révéler particulièrement risquées pour les banques si les projets dans lesquels elles investissent ne portent pas leurs fruits.

Figure 11. Fonctionnement des opérations de coopération : Banque - Trust

Source : Adapté de Lu *et al.* (2015)

3.1.3. Coopération avec les sociétés de titres

Durant cette opération, qui ressemble beaucoup à la précédente, la banque transforme un prêt qu'elle accorde à une firme en investissement. Ce processus est donc plus risqué mais cela lui permet de se soustraire à la régulation sur prêts bancaires. Cette opération plus complexe est expliquée à l'aide de la figure 12.

Figure 12. Fonctionnement des opérations de coopération : Banque – Société de titres

Source : Adapté de Lu *et al.* (2015)

Comme nous le remarquons sur cette figure, ce processus combine les deux premières opérations que nous avons analysées. Concrètement, une banque A veut prêter un montant A à une firme X. Cependant, les prêts aux entreprises sont beaucoup plus réglementés que les prêts interbancaires et donc la banque A va effectuer une opération afin de pouvoir inscrire ce prêt sous la section ‘prêts interbancaires’ de son bilan. Elle va donc acheter des WMPs proposés par une banque B, à laquelle elle va donner certaines instructions. Celle-ci va investir ces WMPs, soit directement, soit indirectement (comme nous l’avons vu sur la figure 10), et retirer certains profits qu’elle partagera avec la banque A selon le taux de rendement spécifié dans le contrat. Cette banque B va ensuite signer un contrat avec une firme de courtage en lui spécifiant les instructions de la banque A. Cette firme va effectuer ses opérations de courtage et investir le montant A sur les marchés de titres afin d’avoir un certain rendement, qu’elle partagera avec la banque B, selon le taux de rendement prévu dans leur contrat. Ensuite, elle s’engagera avec une firme fiduciaire en lui achetant des produits à hauteur du montant A et en lui spécifiant dans quel projet cette dernière doit investir. Finalement, la firme X reçoit le montant A par la firme fiduciaire et après un certain moment, sous l’hypothèse qu’elle a été rentable, la firme rembourse le montant A et ses intérêts à la société fiduciaire. Ce montant total sera transféré à la banque A en repassant par tous les acteurs impliqués qui prélèveront chacun des frais de services. Finalement, il faut noter que la firme X rembourse le montant initial, plus les intérêts prévus dans le contrat mais également la totalité des frais de services des acteurs.

3.1.4. Actifs interbancaires : acceptations bancaires et prêts confiés

Premièrement, les acceptations bancaires sont des billets à ordre garantis par des banques et donnant droit à des liquidités à maturité habituellement de six mois. Deuxièmement, les prêts confiés (*entrusted loans*) sont des prêts inter-entreprises où une banque joue le rôle d’intermédiaire. Concrètement, si une société A veut prêter un montant à une société B, elle va transférer les fonds à une banque qui va elle-même accorder un prêt à concurrence de ce montant à la société B. A maturité, cette banque va donc collecter le remboursement dû par la société B, en fonction de la structure du prêt choisie, et le transférer à la société A. Durant le processus de remboursement, la banque va prélever une certaine partie, prédéterminée avec la société A, qui constitue la rémunération pour ses services. De plus, il peut y avoir un quatrième acteur dans ces opérations de prêts confiés. Il s’agit d’une institution, ayant un contrat avec la société B, qui se porte garante du prêt si cette dernière ne sait pas rembourser le montant total du prêt.

La raison pour laquelle ces actifs sont catégorisés comme des actifs du shadow banking chinois réside dans le fait qu'ils consistent généralement en prêts entre entités non-bancaires (gouvernements, entreprises, particuliers), où les banques commerciales jouent le rôle de dépositaire ou de garant. De plus, lorsque ces actifs sont effectivement échangés entre des banques, c'est sous la forme de repos et ceux-ci ne figurent donc pas sous la rubrique 'prêts' mais bien sous la rubrique 'actifs interbancaires'. Ces actifs peuvent également être incorporés dans des WMPs (Fund Global Institute, 2015). Ils ne sont donc soumis qu'à une très faible régulation et comportent donc des risques pour le système bancaire.

3.2. *Activités effectuées par des institutions financières non-bancaires (NBFIs)*

3.2.1. Prêts fiduciaires (*trust loans*)

En Chine, les sociétés fiduciaires possèdent une licence spéciale qui leur permet d'effectuer les activités qui ne sont pas accessibles aux entités participant au secteur bancaire traditionnel et aux marchés des capitaux. Grâce à cela, les sociétés fiduciaires peuvent aider d'autres institutions financières, telles que les banques commerciales, à effectuer des activités qu'elles ne peuvent pas faire elles-mêmes. Le secteur des sociétés fiduciaires a connu une croissance importante lorsque les autorités chinoises ont imposé aux banques des quotas sur les prêts, ce qui a incité les banques à diminuer le nombre de prêts accordés aux promoteurs immobiliers et aux gouvernements locaux. Les sociétés fiduciaires ont donc eu l'opportunité de prendre le relais en accordant des prêts à ces industries à risque puisqu'elles ne sont pas soumises à cette réglementation restrictive. Ces prêts peuvent revêtir divers formes, notamment celle de produits de gestion du patrimoine.

Comme nous l'avons vu par l'intermédiaire des figures 11 et 12, les sociétés fiduciaires jouent vraiment le rôle d'intermédiaire entre les industries à risque et les institutions qui désirent investir dans celles-ci mais qui n'ont légalement pas le droit. Elles détiennent donc les actifs au nom des bénéficiaires et leur transfèrent les rendements associés à ces actifs. Il n'y a donc pas de changement de propriété et les risques associés aux actifs détenus par ces sociétés reposent donc sur les autres parties impliquées dans l'opération. Les banques sont étroitement connectées à ces sociétés fiduciaires et une crise dans ce secteur se traduirait par une crise dans le secteur bancaire. En effet, ces dernières sont financées par les banques via les opérations de coopération *banque-trust* (FGI, 2015). De plus, les banques confient régulièrement aux sociétés fiduciaires la gestion de l'investissement des fonds reçus grâce à la vente de WMPs.

3.2.2. Micro-crédit

Les sociétés de micro-crédit ont été légalisées en 2008 par le gouvernement chinois afin d'encourager le financement des PME. Etant donné que ces sociétés sont quasiment les seules sources de financement de ces entreprises, elles peuvent se permettre d'imposer des taux d'intérêt très élevés avec des maturités relativement courtes.

3.2.3. Prêts sur gage (*pawnshops*)

Les prêteurs sur gages font partie des plus anciens types de finance informelle. Ils accordent des petits prêts aux PME et à certains particuliers situés dans leur localité et reçoivent des biens physiques en échange, qu'ils gardent comme collatéraux.

3.2.4. Leasing financier

Ces activités englobent toutes les opérations de leasing qui ne sont pas déjà inscrites au bilan d'une banque ou d'une société fiduciaire. Les opérations de leasing regroupent généralement trois acteurs : un *lessor*, un *lessee* et un fournisseur. Le *lessor* achète un bien corporel à la demande du *lessee* auprès d'un fournisseur spécifique, également choisi par le *lessee*. Ensuite, le *lessor* et le *lessee* se mettent d'accord sur les différentes conditions d'un contrat de leasing et pendant une certaine période, le *lessor* prête le bien acheté au *lessee* en échange d'indemnités mensuelles. Durant ce période, la propriété du bien est transférée au *lessee* et à la fin du contrat, celui-ci peut acquérir le bien de manière définitive s'il décide de lever l'option d'achat.

3.3. *Activité effectuées par des institutions non-financières*

3.3.1. Prêts privés

Cette activité regroupe les prêts entre institutions non-financières, qui ne sont sujettes à aucune sorte de régulation. Ces prêts sont particulièrement prisés dans les secteurs ruraux. Le FGI (2015) a identifié quatre types de crédit privé :

- (1) Financement mutuel parmi les particuliers, avec des taux d'intérêt assez bas ;
- (2) Prêt entre entreprises privées, avec des taux d'intérêt plus élevés ;
- (3) Prêt informel au sein du système bancaire clandestin²⁷ ;
- (4) Financement interne des entreprises.

²⁷ Celui-ci regroupe toutes les opérations bancaires illégales.

Cependant, les prêts privés ne font pas tous partie du shadow banking chinois. En effet, seuls les prêts impliquant des taux d'intérêt élevés constituent ce système. Par exemple, les prêts privés peuvent être des prêts entre amis, à faible taux d'intérêt, qui ne font donc évidemment pas partie du shadow banking.

3.3.2. Microfinance en ligne

Il y a un niveau d'activité de plus en plus important en ce qui concerne les opérations de crédit en ligne. Certaines PME sont financées par des investisseurs affiliés à des plateformes en ligne. Le concept de cette microfinance en ligne est relativement simple : des particuliers peuvent prêter leur argent, en ligne, à des inconnus ayant un besoin de financement (par exemple pour acheter une voiture ou lancer une affaire locale) et reçoivent en retour des taux d'intérêt très élevés, qui excèdent généralement 20% (Heinrich, 2014).

3.4. *Garanties de crédit*

Selon Douglas Elliott (2015), les compagnies de garanties participent au shadow banking chinois de deux manières. La première concerne leur fonction générale : les garanties financières qu'elles proposent facilitent les transactions du shadow banking car les sociétés de garanties acceptent de supporter les risques de crédit associés à ces transactions. Cela permet donc aux banques impliquées dans ces opérations de garanties de se conformer plus facilement aux exigences de fonds propres. La deuxième est que de nombreuses compagnies de garanties ont décidé de diversifier leurs activités en accordant des prêts directs, même si elles ne possèdent pas la licence nécessaire pour effectuer ces opérations.

III. Comparaison avec le shadow banking des Etats-Unis

Nous allons maintenant effectuer une comparaison entre le shadow banking chinois, dont nous venons de décrire la nature, et le shadow banking américain, présenté durant la première partie de ce mémoire. Même si le système chinois est unique, il comporte quand même des similarités avec le shadow banking américain. En effet, le développement des fonds du marché monétaire américains et des produits de gestion de patrimoine chinois sont des réponses à des régulations trop restrictives sur les taux d'intérêt. De plus, les prêts fiduciaires en Chine et la titrisation aux Etats-Unis permettent l'accès au crédit à certains emprunteurs jugés risqués et donc moins enclins à respecter leurs obligations. L'arbitrage réglementaire est également un facteur essentiel qui a poussé certaines institutions bancaires à se tourner vers ce shadow banking, aussi bien en Chine qu'aux Etats-Unis.

Cependant, il existe deux différences fondamentales entre ces deux systèmes. Premièrement, en Chine, ce sont principalement les banques qui effectuent les activités d'intermédiation de crédit du shadow banking. Aux Etats-Unis, les marchés de capitaux ont quant à eux constitué la base du développement du shadow banking. Sa croissance a donc été possible grâce au développement des différentes innovations financières sur ces marchés secondaires. Les activités d'intermédiation de crédit et de transfert de risque s'opèrent donc sur ces marchés de capitaux, en parallèle au secteur bancaire. C'est pour cette raison que l'on parle donc de système bancaire parallèle pour faire référence au shadow banking américain. Cette appellation ne serait pas valable pour qualifier le shadow banking chinois parce qu'il prend place à l'intérieur même du système bancaire, et non pas à côté. Deuxièmement, l'autre différence concerne la manière dont ces deux systèmes permettent la création d'actifs *quasi sans-risque* qui offrent des taux d'intérêt plus élevés que ceux proposés par le système bancaire traditionnel. Aux Etats-Unis, c'est le processus de titrisation qui est utilisé pour créer de tels actifs, par nature relativement complexes. A l'inverse, la structure de ces actifs à meilleur rendement est généralement simple en Chine. En effet, les produits fiduciaires et les produits de gestion de patrimoine offrent des revenus plus avantageux que les dépôts bancaires traditionnels et ils sont perçus comme sans danger. Les banques étant des acteurs majeurs dans les transactions de tels produits, ces derniers sont donc perçus comme sans-risque étant donné la garantie implicite du gouvernement qu'ils comportent (Dang *et al.*, 2015).

Lorsque nous comparons ces deux shadow banking, hormis certaines causes communes de croissance, ils semblent quand même très différents l'un de l'autre. Prenons l'exemple d'une activité fondamentale du shadow banking américain et regardons la place qu'elle occupe au sein du shadow banking chinois : la titrisation. Ces activités ont connu une baisse significative après la crise de 2008, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Chine. Cependant, depuis 2011, ces opérations bénéficient d'un regain d'intérêt et sont donc en croissance. La comparaison est assez simple entre la titrisation américaine et la titrisation chinoise. Dans le premier cas, même si elle est sujette à des régulations plus strictes depuis la crise, ce processus fait partie intégrante du shadow banking. Dans le deuxième cas, elle n'en fait pas partie. Cela s'explique par le fait qu'aux Etats-Unis, ce processus s'est accru à partir des années 80 de manière totalement incontrôlée. Avant la crise, toutes sortes d'actifs étaient titrisés et recevaient généralement la plus haute note par les agences de notation de crédit. Le transfert de risque était inefficace, les produits structurés étaient de plus en plus complexes et les *tail risk* étaient négligés. Ce système

s'est donc totalement effondré en même temps que le marché immobilier, dont la majorité des actifs étaient titrisés.

En Chine, le récit est totalement différent. En effet, avant 2005, il n'y avait pas une seule opération de titrisation recensée dans le système financier chinois. Cette année là, la Commission chinoise de réglementation bancaire (CCRB) a lancé un programme de titrisation, conforme à des cadres réglementaires qu'elle a mis en place avec la BPC, afin d'encadrer deux projets spécifiques initiés par la Banque de Construction Chinoise et la Banque de Développement de Chine. Selon ces réglementations, les institutions financières possédant la licence nécessaire peuvent confier leurs titres de créances à des sociétés fiduciaires et d'investissement possédant également la licence requise. Ces dernières vont donc *pooler* ces différents actifs et vendre sur le marché interbancaire chinois les ABS alors créés, sous la forme de certificats de bénéficiaires du trust²⁸. Toute transaction similaire doit recevoir l'autorisation de la CCRB et la BPC pour se produire. Comparé à la titrisation américaine, on peut dire que les sociétés fiduciaires combinent les activités des SPVs et des gestionnaires d'actifs. Ces opérations sont donc extrêmement contrôlées par les autorités chinoises et doivent remplir de nombreuses conditions pour avoir lieu. Depuis leur introduction, seulement 85 opérations de titrisation ont été recensées au sein du système financier chinois. Celles-ci sont généralement de grande envergure mais leur implication avec le système bancaire et les contrôles auxquels elles sont sujettes rendent cette activité relativement sûre et n'appartenant donc pas au shadow banking.

En ce qui concerne les opérations effectuées sur les marchés de financement de titres tels que les marchés de repos et de prêts de titres, elles ne sont pas non plus incluses dans le shadow banking chinois. En effet, ces transactions ont lieu majoritairement sur le marché interbancaire et sont strictement régulées par les autorités compétentes. De plus, les firmes de titres n'effectuent généralement pas de transformation de crédit et ne comportent donc pas les nombreux risques que l'on retrouve sur ces marchés américains.

²⁸ Ces instruments représentent simplement les droits au rendement dont bénéficient les acheteurs de tels ABS.

IV. Avantages et risques du shadow banking chinois

Le shadow banking chinois comporte de nombreux risques pour le système financier du pays, et par conséquent, pour la finance mondiale. Nous allons donc en premier lieu essayer de comprendre l'ensemble de ces risques avant de nous intéresser aux avantages qu'apporte ce système à l'économie chinoise.

1. Dangers

Nous allons maintenant reprendre les idées principales des travaux de Buitelaar (2014) pour présenter les différents risques associés au développement du shadow banking chinois. Premièrement, les interconnexions abondantes avec le système bancaire traditionnel constituent des risques non-négligeables. Les banques investissent et se financent grâce aux shadow banks et un problème sur ce secteur aurait inévitablement des impacts négatifs sur le système bancaire. De plus, même si certaines banques ne sont pas en relation directe avec des shadow banks, elles peuvent également être exposées aux risques du shadow banking si elles accordent des prêts à des sociétés qui sont quant à elles directement financées par ce secteur. Ces sociétés pourraient par exemple rembourser leurs emprunts bancaires en se voyant accorder d'autres prêts par des shadow banks. Deuxièmement, ce système permet d'accorder des prêts à une plus large variété d'acteurs, ce qui accroît directement le risque de *credit boom*²⁹. Troisièmement, il existe un risque que les épargnants soient aveuglés par les taux de rendement beaucoup plus avantageux qu'offrent ces produits alternatifs aux dépôts bancaires et négligent les risques qui y sont associés. La conséquence directe serait qu'ils récupèrent leurs dépôts bancaires et les réinvestissent dans ces produits du shadow banking, ce qui engendrerait donc des problèmes de liquidité pour les banques. Quatrièmement, une grosse partie des transactions financières ayant lieu au sein du shadow banking chinois concerne directement, ou indirectement le secteur de l'immobilier. Une crise dans ce marché pourrait donc déstabiliser le shadow banking à grande échelle et, par conséquent, le système bancaire traditionnel. Cinquièmement, les produits du shadow banking tels que les WMPs comportent des risques de crédit plus importants. Par exemple, si les actifs dans lesquels les fonds récoltés grâce à l'émission de WMPs se portent mal et ne sont pas porteurs de revenus, la banque ne pourra potentiellement pas rembourser les acheteurs de ces WMPs.

²⁹ Les credit boom peuvent mener à des bulles de crédits et intrinsèquement causer une crise financière.

Finalement, il existe également le risque de décalage de maturité. La majorité des prêts proposés par les shadow banks ont une maturité de moins d'un an, mais ils sont généralement utilisés pour financer des projets à long terme. Les shadow banks peuvent donc faire face au risque de solvabilité de leur contrepartie et connaître d'important problèmes financiers si un secteur dans lequel ils avaient accordés de nombreux prêts s'effondre. Les régulateurs chinois sont au courant de ces risques posés par le shadow banking et imposent régulièrement des politiques réglementaires pour les contrer. Celles-ci seront brièvement expliquées dans la section suivante.

2. *Avantages*

Comme nous venons de le voir, le shadow banking chinois comporte de sérieux risques qui menacent la stabilité financière du pays. Cependant, à l'image du shadow banking en général, il comporte également des avantages non négligeables pour le système financier chinois. En effet, ce secteur de l'ombre a grandement contribué à la croissance économique et au développement des techniques financières dans un système financier fortement réprimé. Yan Quingmin, le vice-président de la CCRB a reconnu qu'avec les restrictions sur les taux d'intérêt appliquées au secteur bancaire, les instruments du shadow banking permettaient d'améliorer l'accès au financement pour les PME et les gouvernements locaux. Par exemple, les prêts confiés et les acceptations bancaires ont permis à de nombreuses PME d'avoir accès à un crédit qui ne pouvait pas leur être offert par le système bancaire traditionnel. Ensuite, le shadow banking constitue une innovation financière qui, à travers ses chaînes d'intermédiation du crédit, augmente l'efficacité globale des marchés financiers. En effet, lorsque les fonds récoltés via l'émission de WMPs ou de produits fiduciaires sont investis sur les marchés d'actions et d'obligations, ce secteur joue le rôle d'intermédiaire entre les épargnes des ménages et les marchés de capitaux. En ce sens, ces produits alternatifs peuvent être considérés comme les *précurseurs d'une industrie de gestion de patrimoine plus efficace, en attente d'une libéralisation financière plus poussée* (Banking Watch, 2013). Finalement, le shadow banking chinois stimule la compétition au sein du système bancaire et permet l'identification de directions envisageables pour le développement futur du secteur bancaire. Cependant, comme nous l'avons vu, ce secteur comporte également de nombreux risques qui ont besoin d'être contrôlés. Le gouvernement chinois, qui a une influence considérable sur son système financier, met régulièrement en place différentes politiques réglementaires afin d'encadrer efficacement ce système tout en profitant de ses bénéfices. Nous les analysons dans la section suivante.

V. Régulation appliquée au shadow banking chinois

Depuis l'émergence d'un shadow banking à grande ampleur en Chine, les principaux régulateurs concernés – BPC et CCRB – ont adopté un comportement relativement prudent lorsqu'ils élaborent des politiques de réglementations dans ce domaine. Comme nous venons de le voir, ce secteur de l'ombre offre au système économique chinois de nombreux avantages. Par exemple, il aide à rencontrer les besoins des investisseurs et des épargnants pour un plus grand nombre d'instruments financiers, leurs permettant également de profiter de conditions plus avantageuses, telles qu'un taux de rendement plus élevé pour un même niveau de risque perçu. D'un autre côté, les régulateurs font également face à de nombreux problèmes directement liés à ce secteur. Par exemple, ce système non-régulé pourrait entraîner un excès de crédit (*credit boom*). Donc, afin de contenir les risques de ce shadow banking tout en profitant au maximum des bénéfices qu'il apporte à l'économie, les régulateurs chinois ont fixé trois objectifs de régulation depuis 2013 (Elliott *et al.*, 2015). Le premier consiste à ralentir le rythme de croissance élevé du crédit non-bancaire. Ensuite, l'utilisation du marché inter-bancaire pour le financement des institutions financières doit être discipliné. Finalement, le dernier objectif concerne la composition des actifs et passifs du shadow banking qui doit être plus transparente à l'avenir.

Pour ce qui est du premier objectif, la Banque Populaire de Chine en janvier dernier et l'agence de notation Moody's fin juillet ont toutes deux reconnues que le taux de croissance du shadow banking était repassé en dessous de celui du PIB chinois. En effet, les nombreuses contraintes réglementaires qui ont été imposées sur le système financier chinois ont permis de réduire de 6% les sources totales de création de crédit. Cette baisse est directement liée à une diminution de croissance du crédit non-bancaire et va dans le sens du premier objectif fixé par la BPC et la CCRB.

En ce qui concerne le deuxième objectif visant à encadrer de manière plus stricte le marché inter-bancaire, la BPC a lancé en juin 2013 une opération de resserrement de liquidités (*liquidity squeeze*) en augmentant temporairement le taux des prêts interbancaires (jusqu'à 30%) afin d'entraîner une diminution de crédit dans ce secteur. Suite à la mini-panique qui a suivi cette opération, la BPC a dû rapidement faire marche arrière. Néanmoins, après avoir calmé les marchés, la banque centrale chinoise a constaté que durant le reste de l'année, les taux d'intérêt sur les prêts interbancaires et autres sources de financement à court terme ont progressivement augmenté pour finir à 2, voire 3% au-dessus du début de l'année. De cette

manière, en lançant cette opération sans communiquer ses intentions au préalable, la BPC est parvenue à calmer l'enthousiasme des petites banques venant se financer à grande échelle sur les marchés interbancaires afin d'accorder des crédits à des activités à risques.

Finalement, de nombreuses politiques réglementaires ont été proposées depuis 2013 afin d'améliorer la transparence au sein des activités du shadow banking. Ainsi, le *document no. 107* propose l'interdiction des pratiques de financement via les *pools* grâce auxquelles les institutions financières, telles que les sociétés fiduciaires, peuvent transférer aveuglément des fonds d'un investisseur à l'autre. Ensuite, les *documents no. 127 et no. 140* proposent de nouvelles règles applicables aux activités de gestion de liquidité interbancaire des institutions financières. Parmi ces règles nous retrouvons, par exemple, l'obligation de ces institutions d'appliquer une limite sur leur exposition à des contreparties individuelles et de respecter des exigences de fonds propres sur leurs transactions hors-bilan.

VI. Le shadow banking chinois causera-t-il la prochaine crise financière ?

De nombreux auteurs s'accordent à dire que la croissance fulgurante du shadow banking au sein de la deuxième économie mondiale causera la prochaine crise financière globale, notamment à cause des interconnexions qu'ont les institutions financières du reste du monde avec la Chine. Cependant, d'autres spécialistes estiment que, même si ces risques de crise sont bien réels, le gouvernement chinois dispose d'instruments adéquats afin de stabiliser son système financier et éviter un effondrement de l'économie chinoise. Lors de cette dernière section, nous allons donc analyser les arguments de ces deux groupes avant de nous faire notre propre idée concernant le danger réel de ce shadow banking chinois, dans un avenir proche.

1. « Oui, ce shadow banking chinois causera la prochaine crise. »

Certains auteurs spécialisés dans la finance estiment qu'il est nécessaire de tirer la sirène d'alarme au plus vite, voire qu'il est même trop tard pour empêcher cette crise de se produire. En effet, après la crise financière de 2008, la Chine s'en est plutôt bien sortie et a connu une période de croissance solide. Cependant, cette croissance provient directement d'un niveau de financement par l'endettement qui a explosé depuis 2008. Selon le groupe financier Bloomberg (2015), la dette des ménages et des sociétés représentait 207% du PIB chinois à la fin juin 2015. Quant au FMI, il estime que la dette du gouvernement chinois s'élève à 42% de son PIB. Finalement, selon un rapport publié par la société McKinsey (2015), le poids de la dette totale

chinoise (gouvernement, sociétés et ménages) a même dépassé celui des Etats-Unis en atteignant 282% de son PIB. Toujours selon McKinsey (2015), la dette chinoise comporte trois risques majeurs étroitement liés. Premièrement, approximativement 45% de la dette provient du secteur de l'immobilier, si le secteur financier n'est pas considéré dans le calcul. Deuxièmement, les prêts accordés aux véhicules de financement des gouvernements locaux³⁰ sont de plus en plus nombreux et présentent un risque de défaut plus important. Finalement, le troisième risque provient du fait qu'approximativement un tiers de la dette globale est fournie par le shadow banking chinois. Les deux premiers secteurs – l'immobilier et les VFGLs – sont directement ou indirectement liés au shadow banking et par conséquent, une bulle immobilière et des opérations de financements insoutenables aux gouvernements locaux pourraient potentiellement créer une vague de pertes (à la suite de prêts non remboursés) pour les sociétés et particuliers ayant investi via les intermédiaires du shadow banking. Cela aurait des effets procycliques étant donné qu'un choc sur le shadow banking se traduirait par un choc encore plus important sur le secteur de l'immobilier et des VFGLs, mais également sur le secteur bancaire et finalement, à cause des nombreuses interconnexions entre les divers participants du secteur financier chinois, l'économie serait sérieusement impactée.

D'ailleurs, à l'heure où nous écrivons ces lignes, la Bourse Chinoise – composée des Bourses de Shenzhen et de Shanghai – a perdu en trois semaines 35% de sa capitalisation. C'est une conséquence directe de l'explosion de la bulle boursière chinoise qui était en partie liée au fait que de plus en plus d'investisseurs ont pu bénéficier d'un crédit pour aller investir sur le marché des actions. Le *credit boom* redouté par les autorités chinoises s'est donc effectivement produit et est une conséquence directe du développement rapide du shadow banking. De plus, de nombreux produits issus de ce secteur tels que les WMPs ont été utilisés pour investir sur les marchés d'actions, grâce à un instrument appelé prêt sur marge. Le shadow banking chinois est donc, indirectement, l'une des causes de l'effondrement des bourses chinoises auxquelles nous assistons depuis juillet 2015. Nous allons donc très certainement savoir dans les prochaines semaines si les experts affirmant que le shadow banking chinois serait la cause d'une crise financière en Chine auront eu raison. De son côté, Jeremy Warner (2015) va même plus loin en affirmant que cette chute sur le système boursier chinois va engendrer des phénomènes de panique sur les marchés d'actions globaux et entraînera une nouvelle crise financière globale. Selon lui, ce Krach de la Bourse chinoise est similaire au grand Krach Boursier de 1929. En

³⁰ Ce sont des plateformes locales, financées par le gouvernement chinois, qui accordent des crédits à certains projets d'infrastructure locaux.

effet, il ne croit pas en la capacité du gouvernement chinois à stabiliser son marché financier, notamment parce qu'il ne pense pas que la Chine contrôle aussi bien ses banques et son shadow banking qu'elle ne le prétend.

2. « *Non, ce shadow banking chinois ne causera pas la prochaine crise.* »

Même s'ils ne sont pas tous d'accord pour dire qu'il y aura une crise imminente liée au shadow banking chinois, les spécialistes financiers admettent unanimement que les risques liés au shadow banking et à la dette chinoise provoqueront de nombreux chocs sur le système financier chinois. La différence avec la section précédente est qu'ici, nous allons nous concentrer sur les spécialistes qui pensent que le gouvernement chinois peut stabiliser son système financier, même après cette explosion de la bulle boursière. Parmi ces spécialistes, nous retrouvons Michel Aglietta (2015) qui estime qu'il faut *relativiser le repli qui a été observé*. En effet, la Bourse chinoise était sous-évaluée par rapport à d'autres bourses de pays émergents. Depuis le milieu de 2014, elle a donc connu une hausse de 150% avant de connaître cette baisse d'un peu plus de 30% en juillet dernier. Les investisseurs ayant acquis des positions avant cette hausse réalisent donc encore des bénéfices importants.

De plus, même si une crise financière se produisait effectivement au sein du shadow banking en Chine à cause de l'effondrement du secteur de l'immobilier ou de *credit bubbles*, de nombreux auteurs s'accordent à dire que le gouvernement Chinois aurait à sa disposition les outils nécessaires pour renflouer ce système financier. En effet, à la différence de ceux du shadow banking américain, les produits du shadow banking chinois ne sont pas perçus comme sûrs grâce à des opérations complexes de transfert de risque, mais bien grâce au fait qu'ils bénéficient d'une garantie implicite du gouvernement. Si le gouvernement annonce effectivement qu'il décide de renflouer ce secteur, un phénomène de run peut donc être évité. Les grandes banques chinoises sont en grande partie contrôlées par le gouvernement et bénéficient de réserves importantes de liquidité grâce aux contraintes réglementaires qu'elles doivent respecter. Elles n'auraient donc pas trop de difficulté à couvrir un large nombre de prêts défectueux si l'Etat le leur impose. De plus, la BPC possède également une grande réserve de liquidités grâce aux dépôts que les banques sont tenues de lui confier.

CONCLUSION

Tout au long de ce travail de recherche, nous avons essayé de faire la lumière sur ce système encore mal défini. D'une manière générale, nous pouvons maintenant caractériser le shadow banking comme **un secteur parallèle au système bancaire représentant une menace pour la stabilité financière et par lequel transite une grande variété d'entités financières ayant l'opportunité d'effectuer des activités similaires à celles bancaires mais sans en subir les contraintes réglementaires**. Notre recherche nous a permis d'identifier deux secteurs principaux qui ont participé à la croissance du shadow banking alors que leurs activités se sont développées, dans un premier temps, grâce à certains types d'entités réglementées. D'abord, le marché de la titrisation a connu une expansion aux Etats-Unis avec la mise en place de certaines agences gouvernementales. Ensuite, les opérations de financement de titres (prêts de titres, repos) se sont multipliées en partie grâce aux fonds du marché monétaire qui sont également des institutions non-bancaires étroitement réglementées.

Jusqu'il y a peu, l'ensemble des acteurs économiques ignorait les risques que comporte le shadow banking et se focalisaient uniquement sur les avantages qu'il procure. D'un côté, les acteurs directement impliqués dans ce système bénéficient entre autres de stratégies plus adaptées à leurs besoins, de rendements plus intéressants pour un même niveau de risque perçu ou encore d'opportunités d'arbitrage réglementaire. De l'autre, les autorités ont longtemps laissé le shadow banking se développer parce qu'il augmente la liquidité des marchés et améliore l'efficacité des moyens de financement, incitant les ménages à économiser plus pour investir leur épargne dans des placements qui leur conviennent mieux. Cependant, la crise économique de 2008 a révélé les risques inhérents au shadow banking et les régulateurs travaillent à présent d'arrache-pied pour transformer celui-ci en un système stable et résilient permettant de maximiser l'efficacité des marchés de capitaux. Parmi l'ensemble des caractéristiques de ce système qui, combinées, constituent une véritable menace à la stabilité financière, les inquiétudes se portent particulièrement sur les activités présentant des risques systémiques et permettant des opportunités d'arbitrage réglementaire.

Depuis 2011, de nombreuses institutions réglementaires publient des recommandations et des rapports visant à définir ce système et renforcer sa stabilité. En analysant une grande partie de ceux-ci, nous nous sommes faits la réflexion que cet objectif est encore loin d'être atteint. En effet, la réponse traditionnelle des régulateurs à une crise économique consiste à

renforcer les réglementations en vigueur et améliorer les dispositifs de surveillance. Cependant, il est légitime de se demander si cette démarche est la plus adéquate pour stabiliser un système qui n'est que très peu réglementé, voire pas du tout, et dont l'une des principales caractéristiques est qu'il permet justement de se soustraire à une régulation contraignante. De surcroît, les régulateurs se basent généralement sur des mesures réglementaires applicables directement à l'ensemble des entités d'un secteur. Lors de nos recherches, nous avons cependant appris que, dans le cadre de la régulation du shadow banking, ce ne sont pas les acteurs mais bien les activités qui doivent faire l'objet d'une régulation. Hors, celles-ci sont variées, possèdent des caractéristiques différentes et connectent des entités, situées un peu partout dans le monde, qui les effectuent avec des objectifs parfois fort différents.

De plus, comme nous l'avons analysé avec l'étude de cas sur la Chine, il n'existe pas une seule forme de shadow banking, applicable au système financier global. En effet, les deux premières économies mondiales possèdent un shadow banking comportant de manière générale les mêmes risques et avantages mais qui sont relativement différents de par les entités qui y prennent part et les activités qui y sont effectuées. Toutes ces caractéristiques rendent la mise au point de propositions réglementaires difficiles, et jusqu'ici, très peu de mesures concrètes ont été adoptées. En comparaison, les régulateurs ont réagi rapidement en signant les accords de Bâle en 2010 afin de renforcer la stabilité des banques et celles-ci ont jusqu'à **2019** pour se conformer à ces nouvelles réformes. Pour cette raison, nous nous demandons si, d'ici l'implémentation des mesures nécessaires pour réguler le shadow banking, de nouvelles activités n'auront pas été développées pour contourner ces futures restrictions. En effet, la mise en place de telles réformes s'annonce complexes et longues, alors que le système financier évolue avec beaucoup de réactivité.

Pour toutes ces raisons, en émettant des réserves suite à notre connaissance encore parcellaire concernant ce sujet, nous estimons que la régulation traditionnelle peut être utile afin de calmer les marchés dans un premier temps, mais ne constitue pas la solution adéquate à long terme pour contrôler le shadow banking de manière efficace. Nous pensons qu'il est nécessaire d'effectuer au plus vite des recherches supplémentaires pour développer des alternatives à la régulation traditionnelle afin par exemple de changer les motivations des acteurs décidant de participer à ce système et de remettre les activités de services du système financier au premier plan, en supprimant au maximum la perception d'une possibilité d'obtenir des rendements élevés sans prendre de risque supplémentaire.

BIBLIOGRAPHIE

- Acharia, V.V. (2011). Government as shadow banks : The looming threat to financial stability. *Texas Law Review*, Vol. 90, pp. 1745-1774.
- Adrian, T. & Ashcraft, A. B. (2012). Shadow Banking: A review of the Literature. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 580, 38p.
- Affordable Housing Institute (2004). *Fannie Mae's awfully big advantages*.
http://affordablehousinginstitute.org/blogs/us/2004/12/fannie_maes_awf.html
(Consulté le 03/06/2015).
- Arquié, A. (2013). Le système bancaire de l'ombre : fruit d'une régulation bancaire trop pesante ou véritable rôle économique ? *Revue d'économie financière*, Vol. 1, No. 109, pp. 69-84.
- Association of German Banks (2014). *Regulation of shadow banking*. [Fichier PDF].
Disponible sur : <https://bankenverband.de/media/publikationen/regulation-of-s.pdf>.
- Awrey, D. (2015). Law and Finance in the Chinese Shadow Banking System. *Cornell International Law Journal*, Vol. 48, No. 1, 49p.
- Banking Watch (2013). *An update on China's shadow banking activity : have the risks increased?* [Fichier PDF]. Disponible sur :
https://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/130308_ChinaBankingWatch_shadowbanking_EN_tcm348-379589.pdf?ts=3072013.
- Bankrate (2005). *The basics of money market funds*.
<http://www.bankrate.com/finance/cd/money-market-funds.aspx> (Consulté le 03/05/2015).
- Bell, S. K. & Chao, H. (2010). *The Financial System in China : Risks and Opportunities Following the Global Financial Crisis*. [Fichier PDF]. Disponible sur :
<http://www.omm.com/files/upload/China-White-Paper.pdf>.
- Broos, M., Carlier, K., Kakes, J. & Klaaijsen E. (2012). Shadow Banking : An Exploratory Study for the Netherlands. *DNB Occasional Studies*, Vol 10., No.5, 60p.
- Buitelaar, P. (2014). Chinese banks – risks and challenges. *DNB Occasional Studies*, Vol 12., No.4, 55p.
- Centre for Research on Multinational Corporations (2012). *Reponse by SOMO to the Public consultation on DG Internal Market and Services Green Paper : Shadow Banking*. [Fichier PDF]. Disponible sur :

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/shadow/registered-organisations/somo_en.pdf.

Chen, J. & Liu, h. (2015). *Securitization in China – overview and issues*.
<http://www.dentons.com/en/insights/articles/2015/february/11/securitization-in-china>
(Consulté le 31/07/2015).

China Banking Regulatory Commission (2013). *2013 Annual Report*. [Fichier PDF].
Disponible sur :
<http://www.cbrc.gov.cn/chinese/files/2014/A2726BEBE1AA406BB5CAC4ADA3875D35.pdf>.

Clerc, L. (2013). Le shadow banking eu Europe. *Revue d'économie financière*, Vol. 1, No. 109, pp. 17-32.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2013). *Revised policy framework for banks' equity investments in funds issued by the Basel Committee*. [Fichier PDF]. Disponible sur :
<http://www.bis.org/publ/bcbs266.pdf>

Commission Européenne (2012). *Livre vert sur le système bancaire parallèle*. [Fichier PDF].
Disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_fr.pdf

Commission Européenne (2013). *Communication sur le système bancaire parallèle et proposition sur les fonds monétaires*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0614&from=FR>

Commission Européenne (2014). *Proposition sur la transparence des opérations de financement sur titres*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b2522602-8f15-11e3-b19c-01aa75ed71a1.0002.01/DOC_1&format=PDF

Committee on the Global Financial System (2005). *The role of ratings in structured finance: issues and implications*. [Fichier PDF]. Disponible sur :
<http://www.bis.org/publ/cgfs23.pdf>.

Conseil de Stabilité Financière (2011). *Background on Shadow Banking : « Shadow Banking : Scoping the Issues »*. [Fichier PDF]. Disponible sur :
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2011). *Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation : « Recommendations of the FSB »*. [Fichier PDF]. Disponible sur :
http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1

- Conseil de Stabilité Financière (2012). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_121118c.pdf
- Conseil de Stabilité Financière (2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking : « Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos »*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829b.pdf?page_moved=1
- Conseil de Stabilité Financière (2013). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_131114.pdf
- Conseil de Stabilité Financière (2014). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf?page_moved=1
- Conseil de Stabilité Financière (2014). *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Financing : « An Overview of Progress and a Roadmap for 2015 »*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/Progress-Report-on-Transforming-Shadow-Banking-into-Resilient-Market-Based-Financing.pdf>
- Cox, J. (2014). 'Shadow banking' set for breakout year in 2015. <http://www.cnbc.com/2014/12/29/shadow-banking-set-for-breakout-year-in-2015.html> (Consulté le 18/03/2015).
- Dang, T. V., Wang, H. & Yao, A. (2015). *Chinese Shadow Banking : Bank-Centric Misperceptions*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.columbia.edu/~td2332/Paper_Banking.pdf.
- Deutsche Bank Research. (2015). *Money market funds – an economic perspective*. [Fichier PDF]. Disponible sur : https://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000351452/Money+market+funds+%E2%80%93+an+economic+perspective%3A+Matc.PDF.
- Dickinson, K. (2015). *Financial Markets : Operations Management*. Hoboken, Etats-Unis : Wiley.
- Elliott, D. J. & Kai Yan (2013). *The Chinese Financial System : An Introduction and Overview*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2013/07/01-chinese-financial-system-elliott-yan/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>.
- Elliott, D., Kroeber, A. & Qiao, Y. (2015). *Shadow banking in China : A primer*. [Fichier PDF]. Disponible sur :

http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2015/04/01-shadow-banking-china-primer/shadow_banking_china_elliott_kroeber_yu.pdf.

European Systemic Risk Board (2012). Money Market Funds in Europe and Financial Stability. *Occasional Paper*, No. 1, 46p.

Fabozzi, F. J. & Mann, S. V. (2005). *Securities Finance : Securities Lending and Repurchases Agreements*. Hoboken, Etats-Unis : Wiley.

FiMarkets (n.d.) *Titrisation*. <http://www.fimarkets.com/pages/titrisation.php> (Consulté le 25/05/2015).

Ginsburger, M. (2014). Le shadow banking : quand la finance joue avec les règles. *Regards croisés sur l'économie*, Vol. 1, No. 14, pp. 140-142.

Gomez, C. (2010). *Financial Markets, Institutions and Financial Services*. Differdange, Luxembourg : Phi.

Gorton, G. & Metrick, A. (2010). *Regulating the Shadow Banking System*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/fall-2010/2010b_bpea_gorton.pdf

Heinrich, E. (2014). *China's shadow banking system is moving online*. <http://fortune.com/2014/07/09/chinas-shadow-banking-system-is-moving-online/> (Consulté le 31/07/2015).

Hirsa, A. & Neftci, S. N. (2013). *An Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives* (3^e éd.). Amsterdam, Pays-Bas : Elsevier.

Institute de la Finance Internationale (2012). '*Shadow Banking*' : a forward-looking framework for effective policy. [Fichier PDF]. Disponible sur : https://www.iif.com/system/files/IIF_ShadowBankingPaper_06012012.pdf

Investment Company Institute (2012). *Money Market Funds: What Really Happened in the 2008 Financial Crisis*. [Fichier PDF]. Disponible sur : https://www.ici.org/pdf/12_mmf_2008.pdf.

Jaffee, D. M. (2009). Reforming Fannie & Freddie. *Regulation*, Vol. 31, No. 4, 6p.

Jeffers, E. & Baicu, C. (2013). The Interconnections Between the Shadow Banking System and the Regular Banking System: Evidence from the Euro Area. *CITYPERC Working Paper Series*, No. 2013/07, 17p.

Karacadag, C., Sundararajan, V. & Elliott, J. (2003). Managing Risks in Financial Market Development : The Role of Sequencing. *IMF Working Paper*, Vol. 3, No. 116, 38p.

- KBC Group N. V. (n.d.) *Formes d'investissement: points forts et point faibles*.
<https://www.kbc.be/PBL/CC028?target=/BZNG465/BZKIX6G/BZKQLQ5/:BZMX9E5&langWebSite=F> (Consulté le 03/06/2015).
- Kiff, J., Michaud, F.-L. & Mitchell J. (2003). Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit. *Revue de la Stabilité Financière*, Vol. 2, pp. 110-137.
- Kodres, L. E. (2013). Qu'entend-on par « banque parallèle » ? *Finance et développement*, Vol. 50, No. 2, pp. 42-43.
- Kosar, K. R. (2007). Government-Sponsored Enterprises (GSEs) : an Institutional Overview. *CRS Report for Congress*, No. RS21663, 6p.
- LaPresse (2014). *Comité de Bâle : de nouvelles règles sur les grosses expositions des banques*. <http://affaires.lapresse.ca/economie/services-financiers/201404/15/01-4757903-comite-de-bale-de-nouvelles-regles-sur-les-grosses-expositions-des-banques.php> (Consulté le 18/07/2015).
- Lazcano, I. C. (2013). The Historical Role of the European Shadow Banking System in the Development and Evolution of Our Monetary Institutions. *CITYPERC Working Papers*, No. 2013/05, 13p.
- Le portail Services Financiers de Sia Partners (2013). *L'essor du modèle « Originate du Distribute » dans les BFI françaises*. <http://finance.sia-partners.com/20130917/lessor-du-modele-originate-du-distribute-dans-les-bfi-francaises/> (Consulté le 05/11/2014).
- Le portail Services Financiers de Sia Partners (2012). *La régulation du système bancaire parallèle : un enjeu pour la stabilité financière à long terme*. <http://finance.sia-partners.com/20121002/la-regulation-du-systeme-bancaire-parallele-un-enjeu-majeur-pour-la-stabilite-financiere-a-long-terme/> (Consulté le 05/11/2014).
- Li, J. & Hsu, S. (2013). Shadow Banking in China : Institutional Risks. *PERI workingpaper series*, No. 334, 24p.
- Lu, Y., Guo, H., Kao, E. H. & Fung, H.-G. (2014). Shadow banking and firm financing in China. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 36, pp. 40-53.
- Nersisyan, Y. (2015). The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Federal Reserve's Extraordinary Intervention during the Global Financial Crisis. *Levy Economics Institute Working Papers*, No. 829, 25p.
- Nouy, D. (2013). Les risques du shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire. *Revue d'économie financière*, Vol. 1, No. 109, pp. 221-238.

- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (1995). *Alternatives à la régulation traditionnelle*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/42245468.pdf>
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (2005). La gouvernance en Chine. *La Chine dans l'économie mondiale*, No. 4, 645p.
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (2009). L'analyse d'impact de la réglementation. *Examens de l'OCDE de la réforme de la réglementation*, No. 27, 204p.
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (2014). *Etudes économiques de l'OCDE : Etats-Unis*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.oecd.org/fr/eco/etudes/Synthese-etats-unis.pdf>.
- Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2012). : *IOSCO recommendations on MMFs*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.immfa.org/assets/files/publications/IOSCO%20Policy%20Recommendations%20for%20Money%20Market%20Funds%20-%20Final%20Report%20-%20Oct%202012.pdf>
- Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (2012) : *IOSCO recommendations on securitisation*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>
- Palan, R. & Nesvetailova, A. (2013). The Governance of the Black Holes of the World Economy : Shadow Banking and Offshore Finance. *CITYPERC Paper Series*, No. 2013/03, 25p.
- Perry, E. & Weltewitz, F. (2015) *Wealth Management Products in China*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2015/jun/pdf/bu-0615-7.pdf>.
- Pickett, R. (2008). *Repurchase Agreements – Benefits, Risks and Controls*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.transactionservices.citigroup.com/transactionservices/home/oli/files/bofa_101313.pdf.
- Plihon D. (2013). Le shadow banking system peut-il être régulé? *Centre d'économie de l'Université Paris Nord : Policy Brief*, No. 1, pp. 1-3.
- Professional Risk Managers' International Association (2011). *Fannie Mae & Freddie Mac*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://www.prmia.org/sites/default/files/references/Fannie_Mae_and_Freddie_Mac_090911_v2.pdf.

- Queensland Government (2006). *Guidelines on Alternatives to Prescriptive Regulation*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <https://www.wbginvestmentclimate.org/uploads/23.Queensland.pdf>
- Segoviano, M., Jones, B., Lindner, P. & Blankenheim J. (2013). *Securitization: Lessons learned and the Road Ahead*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13255.pdf>.
- Simon, Y. & Lautier, D. (2009). *Titrisation : analyse économique et financière*. [Fichier PDF]. Disponible sur : http://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/1224/Lautier_4.pdf?sequence=1.
- Smith, L. (n.d.) *A safer Money Market with Rule 2a-7*. <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/10/a-safer-money-market-2a7.asp> (Consulté le 03/05/2015).
- Solomon, D. (2012). The Rise of a Giant: Securitization and the Global Financial Crisis. *American Business Law Journal*, Vol. 49, No. 4, p. 859.
- Syme, G. (2013). Finance de l'ombre ou finance criminelle ? *Humanisme et Entreprise*, Vol. 4, No. 314, p. 63-68.
- The Joint Forum (2009). *Report on Special Purpose Entities*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.bis.org/publ/joint23.pdf>.
- Thiessenhusen, F. (2014). *Money Markets : Overview & Risks*. Hambourg, Allemagne : Anchor Academic Publishing.
- Time (1994). *SEC, for first time ever, shuts a money market fund*. <http://content.time.com/time/nation/article/0,8599,1874,00.html> (Consulté le 03/05/2015).
- Tracy, R. (2015). *What We Don't Talk About When We Talk About Shadow Banking*. <http://blogs.wsj.com/economics/2015/03/17/what-we-dont-talk-about-when-we-talk-about-shadow-banking/> (Consulté le 23/03/2015).
- Tucker, P. (2010). *Shadow banking, financing markets and financial stability*, at the Bank of England, at a Bernie Gerald Cantor Partners Seminar, London. Restrinscription disponible sur : <http://www.bis.org/review/r100126d.pdf>
- U.S. Department of The Treasury (2010). *Report of the President's Working Group on Financial Markets: Money Market Fund Reform Options*. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/10.21%20PWG%20Report%20Final.pdf>

- U.S. Securities and Exchange Commission (n.d.) *Money Market Funds*.
<https://www.sec.gov/spotlight/money-market.shtml> (Consulté le 05/05/2015).
- Wallison, P. J. (2014). *The Fed, not the Reserve Primary Fund, 'broke the buck'*.
<https://www.aei.org/publication/the-fed-not-the-reserve-primary-fund-broke-the-buck/> (Consulté le 25/05/2015).
- Winland, D. (2015). *Shadow financing indirectly flowing into Chinese stock market*.
<http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1781188/shadow-financing-indirectly-flowing-china-stock-market> (Consulté le 02/08/15)
- Wildau, G. (2015). *China shadow bank regulation shows results*.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/01022e62-a207-11e4-aba2-00144feab7de.html#axzz3hjWKzGsk> (Consulté le 02/08/15).
- Lu, Y., Guo, H., Kao, E. H. & Fung, H.-G. (2014). Shadow banking and firm financing in China. *International Review of Economics and Finance*, No. 36, pp. 40-53.
- Zhen, Y. (2013). *China's Capital Markets*. Amsterdam, Pays-Bas : Elsevier.

ANNEXES

ANNEXE 1 : Histoire de Fannie et Freddie avant la Crise de 2007

La Grande Dépression

Parmi les victimes de la Grande Dépression de 1929 aux Etats-Unis se trouvait le système des prêts hypothécaires. Les saisies immobilières aux débuts des années 30 étaient très répandues, contribuant à la faillite de milliers de banques et caisses d'épargne (S&L). En réponse à ces difficultés économiques, le Congrès américain crée, en 1932, le Federal Home Loan Bank System, ainsi que le Federal Home Loan Bank Board comme son régulateur. Constitué de 12 Federal Home Loan Banks régionales détenues par des S&L et quelques compagnies d'assurance, le FHLBS servait de réserve de crédit supportant le marché immobilier et soulageant les institutions hypothécaires ainsi que les propriétaires de maison en difficulté. Un an plus tard, le Congrès crée la Home Owners' Loan Corporation dont l'activité principale consistait à accorder des prêts hypothécaires à long terme à de nombreux propriétaires risquant de perdre leur maison. La Federal Housing Administration fut créée en 1934 afin de redynamiser le marché immobilier en offrant des assurances aux fournisseurs de prêts hypothécaires répondant aux normes imposées par celle-ci (que nous appellerons *prêts hypothécaires conformes*). En 1938, la Federal National Mortgage Association (FNMA ou **Fannie Mae**) fut à son tour créée dans le but d'acheter ces prêts hypothécaires garantis afin de réinjecter de la liquidité sur le marché de l'immobilier.

Privatisation de Fannie Mae et Création de Ginnie Mae

En 1968, sous les pressions budgétaires liées à la Guerre du Vietnam, l'administration Johnson décida de privatiser Fannie Mae afin de diminuer la dette publique de l'Etat. Cependant, malgré cette privatisation, Fannie Mae garda ses privilèges et ses relations étroites avec le gouvernement et eut de surplus droit à son propre régulateur : le Department of Housing and Urban Development. Dans un même temps, la Government National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae) fut établie afin de garantir les paiements provenant de MBS conformes (adossés à des prêts hypothécaires conformes).

Création de Freddie Mac

En 1970, deux ans après le passage de Fannie Mae en bourse, le gouvernement créa la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou **Freddie Mac**) qui avait pour rôle d'acheter des prêts hypothécaires issus de l'industrie S&L et de les titriser. Cependant, Freddie Mac n'était pas contraint de n'acheter que des prêts conformes. Par conséquent, la même année, Fannie Mae reçut l'autorisation d'acheter des prêts hypothécaires n'étant pas garantis par la FHA afin d'accroître la concurrence et augmenter l'efficacité du marché immobilier secondaire. En 1989, suite à la crise des Savings and Loan, le Congrès signa le Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act qui réorganisa la structure de Freddie Mac. En effet, cette agence étant jusque là détenue par les Federal Home Loan Banks fut réorganisée de manière similaire à Fannie Mae, à savoir détenue par des actionnaires privés.

Réforme de 1992

En 1992, le Congrès signa le Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (plus communément appelé le GSE Act) afin de s'assurer que Fannie et Freddie desservait tous les types d'emprunteurs et de communautés. Le GSE Act exigeait à ces deux institutions d'acheter une certaine proportion de prêts accordés à des foyers à faible revenu, ainsi que des voisinages et minorités à faible revenu (Affordable Housing Goals). Cet acte a mis en place le Office of Federal Housing Enterprise Oversight qui est chargé de surveiller la stabilité financière des agences gouvernementales, tandis que le HUD devient alors le superviseur des missions de ces dernières.

ANNEXE 2 : Les différentes stratégies des managers de fonds spéculatifs

Les managers des CHFs emploient une gamme diversifiée de stratégies d'investissement mais dans tous les cas, ils acceptent de supporter le risque de crédit à la place de l'emprunteur. La meilleure façon de comprendre le fonctionnement des CHFs est de regarder les différentes activités qui y sont performées. Analysons donc les 4 différents types d'investissement :

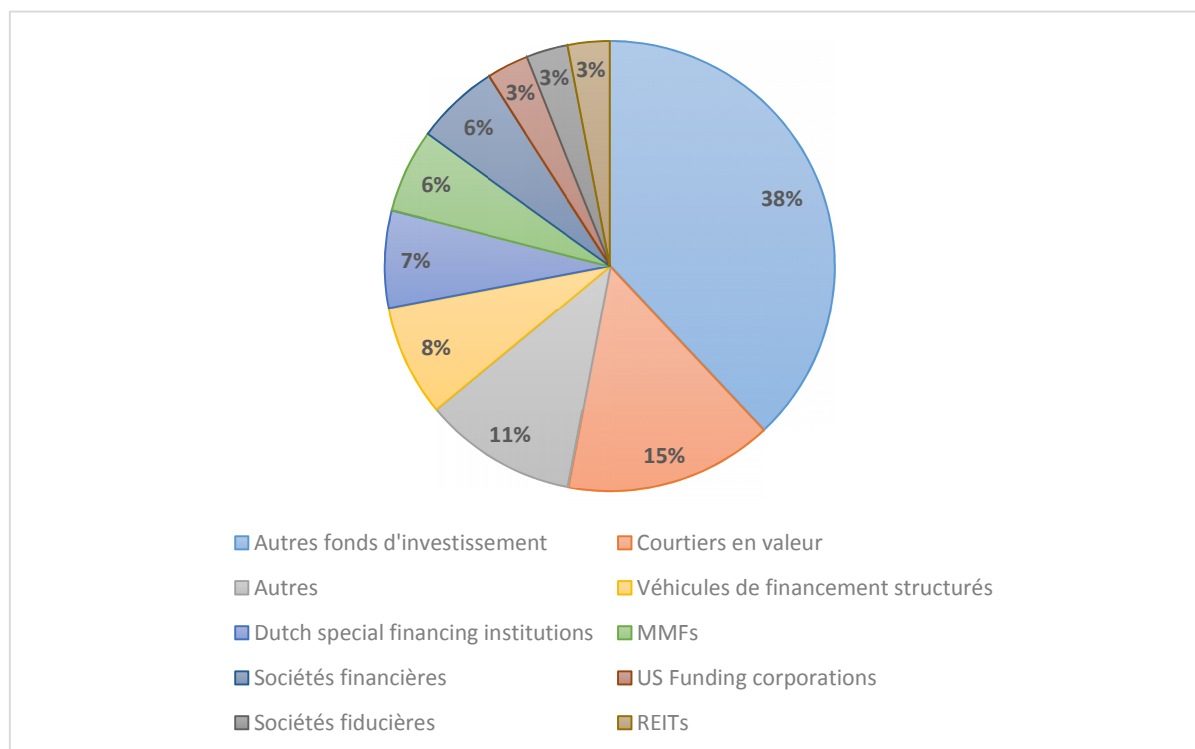
- i. *Relative Value* : analyse des différences de prix entre les obligations et les actifs sous-jacents pour établir si l'un est sur- ou sous-évalué par rapport à l'autre. Si les managers découvrent qu'un actif est *mispriced*, ils peuvent utiliser cette opportunité d'arbitrage afin de toucher un profit.
- ii. *Long-short credit managers* : cette stratégie est similaire à la précédente à quelques différences près. Premièrement, l'attention est portée sur un *mispricing* fondamental plutôt que sur un *mispricing* structurel ou quantitatif. Deuxièmement, ils ont une préférence pour l'endettement de second ordre. De plus, l'effet de levier qu'ils utilisent est plus faible que pour les managers utilisant la première stratégie.
- iii. *Macro credit managers* : cette stratégie fait référence aux managers de crédit qui adoptent une approche *top down* plutôt que la traditionnelle *bottom-up*. En agissant de la sorte, ils prennent des positions qui mettent l'accent sur des *mispricing* de plus large ampleur au sein des industries, des catégories d'actifs et des régions géographiques, plutôt que de se baser sur les fondamentaux spécifiques d'une entreprise comme c'est le cas avec l'approche classique *bottom-up*.
- iv. *Fundamental credit managers* : ce sont des investisseurs axés sur la valeur. C'est-à-dire que lorsqu'ils perçoivent que la valeur d'un investissement est considérablement plus grande que son prix de marché, ils achètent celui-ci afin de le revendre à profit lorsque son prix de marché atteint son niveau normal. A titre d'exemple, ces managers rachètent les dettes de compagnies qui sont en difficulté financière, avec l'attente de recevoir une partie du capital de la compagnie si cette dernière doit subir une restructuration, voire une liquidation.

ANNEXE 3 : Cartographie du shadow banking

A. Macro-mapping :

Le CSF a, dans un premier temps, décidé d'estimer de manière brute la taille du shadow banking en représentant ce secteur par les 'autres intermédiaires financiers' (*Other Financial Intermediaries – OFIs*). Ceux-ci correspondent aux flux de trésorerie qui reflètent les institutions financières qui ne sont ni des banques, ni des institutions financières publiques, ni des compagnies d'assurances et ni des fonds de pension. Les OFIs représentent les actifs des NBFIs, qui sont donc ici considérés comme faisant partie intégrante du shadow banking. Cette estimation conservatrice, que l'on appellera 'l'Univers de Surveillance des NBFIs' (*Monitoring Universe of NBFIs – MUNFI*), permet de s'assurer que la collecte de données et le processus de surveillance englobent bien tous les secteurs au sein desquels des risques liés au shadow banking pourraient survenir. Lors de l'étape du macro-mapping, le Conseil de Stabilité Financière a identifié différents NBFIs qui sont donc sélectionnés dans un premier temps pour représenter le shadow banking et faire l'objet d'une surveillance constante. Ces différents sous-secteurs du MUNFI sont représentés sur la figure A.

Figure A. Les sous-secteurs du MUNFI



Source : Rapport de surveillance annuel du CSF (2014)

- (1) **Autres fonds d'investissement** : à savoir les fonds autres que les MMFs. C'est le secteur du MUNFI le plus large avec un total d'actifs excédant les \$24 billions³¹;
- (2) **Courtiers en valeurs (*Broker-Dealers*)** : c'est le deuxième sous-secteur le plus vaste du MUNFI avec un total d'actifs atteignant les \$9,3 billions;
- (3) **Véhicules de financement structuré** : ce sont les véhicules constitués par exemple lors d'une opération de titrisation pour *pooler* différents types de sécurité. Avec un total d'actifs atteignant presque les \$5 billions, c'est le troisième sous-secteur le plus large du MUNFI;
- (4) **Entités spécifiques à leur juridiction** : on parle ici des institutions financières spécialisées des Pays-Bas ainsi que des entreprises américaines de financement. Ces deux larges sous-secteurs ont rassemblé respectivement un total d'actifs s'élevant à \$4,6 billions et à \$2,6 billions;
- (5) **Sociétés financières** : elles rassemblent un total d'actifs égal à \$4,1 billions ;
- (6) **MMFs** : en représentant approximativement 6% du MUNFI, le sous-secteur des MMFs pèse à peu près \$3,8 billions dans le groupe de 25 ;
- (7) **Sociétés fiduciaires (*trusts*)** : ce sont des sociétés spécialisées dans la gestion du patrimoine de leurs clients. Ce sous-secteur a regroupé un total d'actifs avoisinant les \$2 billions.
- (8) ***Real Estate Investment Trusts*** : ce sont des intermédiaires financiers qui investissent principalement dans des projets immobiliers générateurs de revenus, des produits dérivés hypothécaires, des privilèges et des MBS. A l'instar des sociétés fiduciaires, le poids financier de ce sous-secteur est autour des \$2 billions. ;
- (9) **Fonds spéculatifs** : les actifs de ce sous-secteur ne s'élevaient qu'à \$100 milliards selon les données récoltées par les différentes juridictions du groupe des 25. Cependant, la taille de ce sous-secteur est largement sous-estimée et ce, pour deux raisons. La première est que la plupart de ces fonds sont domiciliés dans des centres financiers off-shore, où les données ne sont donc pas (encore) disponibles pour l'exercice de collecte. La deuxième raison concerne la granularité des données. En effet, dans de nombreuses juridictions, celles-ci ne sont pas assez granulaires pour permettre la séparation entre les fonds spéculatifs et d'autres secteurs.

³¹ Toutes les données utilisées ici correspondent aux données de la fin de l'année 2013, provenant du Rapport annuel de surveillance du shadow banking du CSF (2014)

(10) Autres : cette catégorie regroupe les OFIs qui n'ont pas pu être identifiés pour des raisons statistiques et qui ne peuvent donc pas être classés dans un des autres sous-secteurs. Ce sous-secteur représente approximativement \$6 billions.

En additionnant toutes ces données nous arrivons à la conclusion que le total des actifs appartenant au MUNFI s'élève à 62,3 billions de dollars. Les données collectées proviennent de l'échantillon du groupe des 25, si nous avons utilisé celles de l'échantillon du groupe des 20 + zone euro³², le total atteindrait \$75,2 billions.

B. Recentrage (Narrowing Down) :

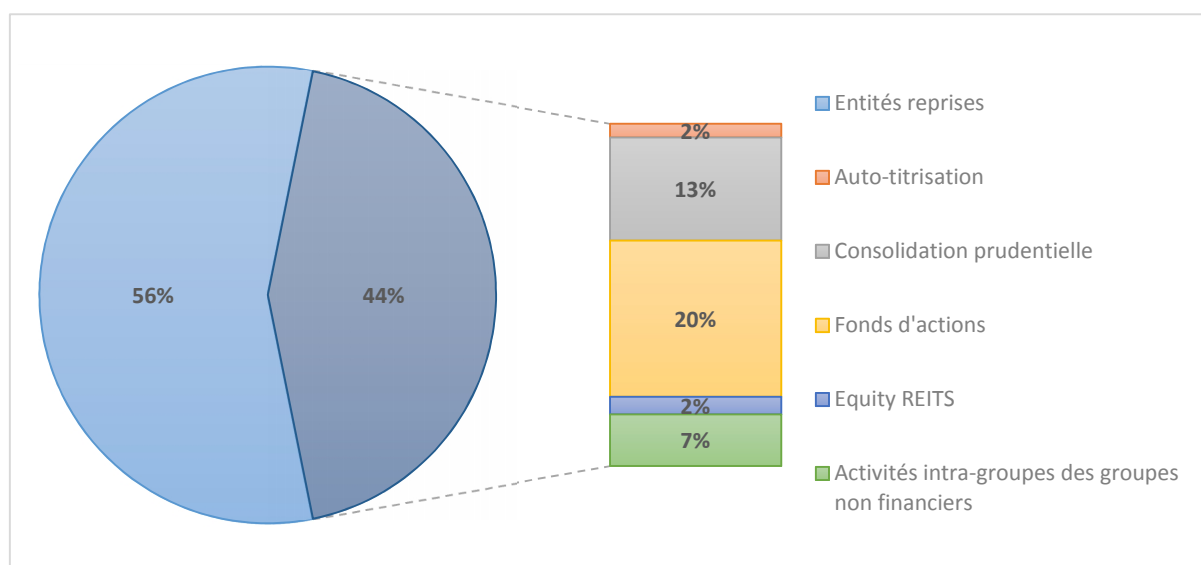
Le macro-mapping est une étape importante de la procédure de surveillance du shadow banking tant elle permet de garder un œil sur les différentes tendances en dehors du secteur bancaire, des assurances et des pensions. Néanmoins, elle recense également des éléments qui n'appartiennent pas à ce système parallèle. La deuxième étape proposée par le CSF en 2011 consiste donc à rendre cette collecte de données plus précise afin d'avoir une meilleure estimation du shadow banking. Dans cette optique, les entités retenues pour cette estimation sont celles qui répondent à trois critères prédéfinis :

- (1) L'entité doit faire partie d'une chaîne d'intermédiation de crédit ;
- (2) Elle ne doit pas faire l'objet d'une consolidation prudentielle dans un groupe bancaire ;
- (3) Elle doit générer des risques liés au shadow banking.

En utilisant ces critères, le CSF a pu exclure certaines entités du MUNFI et améliorer la précision de l'estimation du shadow banking. La figure B illustre la taille des actifs présents dans les entités exclues de cette estimation.

³² Le groupe de 25 est composé des 20 juridictions participantes et des 5 plus grandes juridictions de la zone euro reprises individuelle. Le groupe des 20 + zone euro correspond aux 20 juridictions participantes + la moyenne des 5 plus grandes juridictions de la zone euro.

Figure B. Taille du MUNFI après la phase de recentrage



Source : Rapport de surveillance annuel du CSF (2014)

Auto-titrisation : Dans la mesure MUNFI, l'un des sous-secteurs concerne les véhicules d'investissement structurés. Cependant, au sein de certaines juridictions, certaines parties de ces instruments sont retenues au bilan de la banque qui a elle-même créé (*originate*) l'actif devant être titrisé. De manière concrète, l'auto-titrisation a pour but unique de créer des titres éligibles comme collatéraux pour les opérations avec les banques centrales. Toutes les tranches de ces titres restent au bilan des banques initiatrices, ces dernières n'ayant aucune intention de les vendre à des investisseurs. Pour cette raison, les règles prudentielles considèrent ces titres comme des actifs de la banque et donc sujets à la surveillance consolidée. En 2013, la somme des actifs liés à l'auto-titrisation s'élevait à \$1,1 billion de dollars.

OFIs faisant l'objet d'une consolidation prudentielle : certaines entités sont comprises dans l'estimation du shadow banking grâce à la mesure MUNFI. Néanmoins, les actifs de ces entités sont sujets aux contraintes réglementaires de liquidité et de capitaux de Bâle III et doivent donc être exclus lors du calcul de l'estimation du shadow banking. La valeur de ces actifs atteignait \$8.2 billions fin 2013.

Absence de rôle dans l'intermédiation de crédit : certains sous-secteurs du MUNFI ne sont pas engagés directement dans des opérations d'intermédiation de crédit alors que la définition du shadow banking par le CSF se focalise justement sur les parties du système financier non-bancaire impliqués dans l'intermédiation de crédit. Les entités en question sont les fonds d'actions et les *Equity REITS*, pesant respectivement \$12,4 et \$1,4 billions. De plus, les OFIs appartenant à un groupe non-financier créés uniquement afin d'opérer des activités

intra-groupes sont également exclus du calcul de l'estimation du shadow banking. Ces OFIs sont par exemple prédominants dans le sous-secteur des *Dutch SFIs* puisque ils en représentent 80%.

Nous remarquons donc que le recentrage effectué est relativement important puisqu'approximativement 44% du MUNFI provenant du macro-mapping est exclu de l'estimation du shadow banking. Le poids du shadow banking, après la deuxième étape, s'élève donc à 34,9 billions de dollars.

ANNEXE 4 : Cadre réglementaire englobant les shadow banks

A. Evaluation basée sur les 5 fonctions économiques

Cette évaluation permet aux autorités de classer les différentes entités présentant des risques liés au shadow banking par activités plutôt que par forme légale ou par nom, et donc d'offrir une consistance globale lors de l'évaluation de leurs risques. Cela donne donc l'opportunité aux autorités concernées de capturer de nouvelles structures ou innovations qui ont des risques liés au shadow banking. A noter que certaines entités peuvent être classées dans plusieurs catégories si elles effectuent plusieurs types d'activités.

- (1) **Gestion des véhicules d'investissement collectif** (ensemble des véhicules/fonds/comptes établis pour rassembler les actifs de clients pour un ou plusieurs investisseur(s)) **présentant des caractéristiques les rendant susceptibles aux runs** : certains VICs, pouvant être impliqués dans une intermédiation de crédit avec transformation de liquidité/d'échéance et/ou des effets de levier, peuvent être susceptibles aux runs.
- (2) **Offre de crédit dépendante du financement à court terme** : activité de prêt ou d'octroi de crédit qui est menée en dehors du système bancaire et qui est financée par des engagements à court terme.
- (3) **Intermédiation d'activités de marché qui est dépendante du financement à court terme ou du financement garanti des actifs de leurs clients** : certaines opérations d'intermédiation peuvent inclure des services de courtage de titres ou des services de courtages aux fonds spéculatifs. Ces entités financières non-bancaires engagées dans de telles activités peuvent être exposées à d'importants risques de liquidité.
- (4) **Facilitation de création de crédit** : la mise à disposition d'amélioration du crédit (garanties) par des entités financières non-bancaires peut favoriser la création d'effets de levier excessifs dans le système financier.
- (5) **Intermédiation de crédit basée sur la titrisation et le financement d'entités financières** : selon les activités effectuées dans les chaînes d'intermédiation et selon les différents profils de financement, certains risques liés au shadow banking peuvent émerger dans les chaînes de titrisation, à des degrés différents.

B. Modèle des outils politiques :

Ces outils doivent être utilisés en fonction de plusieurs principes fondamentaux, eux-mêmes basés sur les principes généraux applicables aux mesures réglementaires présentés dans le rapport du CSF en Octobre 2011.³³ Les autorités doivent donc se référer aux principes suivants avant de choisir un outil réglementaire répondant aux risques que présente une fonction économique :

Principe 1 : les autorités doivent définir et mettre régulièrement à jour le périmètre réglementaire ;

Principe 2 : les autorités doivent collecter les informations nécessaires à l'évaluation des risques posés par le shadow banking ;

Principe 3 : les autorités doivent améliorer la méthode de divulgation des autres entités du shadow banking afin d'aider les participants au marché à comprendre les risques posés par de telles entités ;

Principe 4 : les autorités doivent évaluer les entités financières non-bancaires en se basant sur les fonctions économiques qu'ils opèrent et elles prendre les mesures nécessaires en se basant sur le modèle des outils politiques.

Nous citons ici quelques exemples de ces différents outils à la disposition des autorités concernées pour répondre à des risques liés au shadow banking posé par une activité spécifique.

(1) Outils applicables à l'activité #1 : VLCs présentant des risques de runs.

- a. *Outils pour gérer les pressions de demandes de remboursement (rédemptions) dans des situations de stress :* suspension temporaire de redemption et imposition de frais sur les rédemptions.
- b. *Outils pour gérer les risques de liquidité :* limites sur investissement d'actifs illiquides, réserves de liquidité, limites sur la concentration d'actifs et limites sur les effets de levier.

³³ Ces principes sont : concentration, proportionnalité, prévoyance et adaptabilité, efficacité et évaluation et révision.

(2) Outils applicables à l'activité #2 : offre de crédit dépendante du financement à CT.

- c. imposer les régimes réglementaires prudentiels appliqués aux banques, aux fournisseurs non-bancaires de prêt qui acceptent les dépôts ;
- d. exigences de fonds propres ;
- e. réserves de liquidité ;
- f. limites sur les effets de levier ;
- g. limites sur les grandes expositions ;

(3) Outils applicables à l'activité #3 : intermédiation d'activités de marché.

- h. imposer des régimes réglementaires prudentiels similaires à ceux imposés aux banques ;
- i. exigences de liquidité et de fonds propres ;
- j. restrictions sur l'utilisation des actifs des clients.

(4) Outils applicables à l'activité #4 : facilitation de création de crédit.

- k. exigences de fonds propres ;
- l. réserves de liquidité ;

(5) Outils applicables à l'activité #5 : intermédiation basée sur la titrisation et le financement des entités financières.

- m. restrictions sur les transformation de liquidité et de maturité ;
- n. restrictions sur le collatéral éligible ;

C. Partage de l'information

La cohérence dans l'application de ce cadre réglementaire à travers les différentes juridictions est primordiale pour diminuer les failles réglementaires et opportunités d'arbitrage potentielles. Celle-ci est atteinte lorsque les autorités en charges des différentes juridictions partagent les informations adéquates en ce qui concerne le classement des entités financières non-bancaires selon les types d'activités opérées, ainsi que les outils politiques adoptés pour répondre aux risques liés au shadow banking provenant de ces activités.

ANNEXE 5 : Recommandations relatives aux prêts de titres et aux repos

A. Recommandations politiques relatives à l'amélioration de la transparence

1. Les autorités doivent collecter des données plus granulaires sur les expositions aux prêts de titres et aux repos parmi les grandes institutions financières internationales, de toute urgence.
2. Elles doivent collecter des types de données appropriées pour chacun des marchés, et pas nécessairement les mêmes pour les deux. Par exemple, pour le marché des repos, la collecte de données d'échange (flux) et de position (stock) serait adéquate. Tandis que pour le marché des prêts de titres, seule la collecte de données d'échange serait réellement utile. De plus, pour éviter que les participants des marchés ne profitent d'opportunités d'arbitrage réglementaire, il est nécessaire que la collecte se fasse de manière fréquente et aléatoire.
3. Le total des données mensuelles, nationales et régionales pour les repos et les prêts de titres doit être agrégé par le CSF afin que ce dernier rapporte les tendances globales sur les marchés du financement des titres. Le CSF doit mettre en place des normes et des procédures pour la collecte et l'agrégation des données pour s'assurer de la cohérence de la collecte par les autorités concernées et minimiser les doubles comptabilisations au niveau global.
4. Le Groupe de Travail d'Amélioration de la Divulgence d'informations doit améliorer la divulgation de certaines informations par les firmes opérant sur les marchés de financement des titres :
 - a. la concentration de la countrepartie,
 - b. la répartition par échéance des échanges ayant lieu dans les repos, les repos inversés, les titres prêtés et les titres empruntés,
 - c. la composition des titres échangés sur ces deux marchés,
 - d. la composition du collatéral reçu en échange d'un titre prêté,
 - e. les données concernant les marges de collatéral sur les deux marchés,
 - f. le pourcentage de pool de collatéral réaffecté,

- g. la répartition par activités effectuées pour son compte personnel et celles effectuées pour le compte de ses clients, sur les deux marchés,
 - h. le montant des indemnités reçues par les clients impliqués dans les opérations de prêts de titres, et le type de maturité de ces exigibilités éventuelles,
 - i. l'exposition au risque de crédit réparti par titre prêté, titre emprunté, repos et repos inversé.
- 5. Les autorités doivent réviser les exigences de reporting aux investisseurs finaux des gestionnaires de fonds en considérant les recommandations du CSF quant aux informations devant être communiquées à ces investisseurs :
 - a. données globales : le total des titres prêtés, proportionnellement au total des actifs prêtables et au total des actifs sous gestion, et le montant absolu des comptes de repos et de repos inversés,
 - b. données sur la concentration : le top 10 des titres donnés comme collatéraux reçus par le prêteur, le top 10 des contreparties des repos, des repos inversés et des prêts de titres,
 - c. données sur la répartition concernant les opérations de repos et de prêts de titres : données réparties par type de collatéral, par devise, par maturité, par géographie.
 - d. données sur la réaffectation : proportion du collatéral reçu qui est re-utilisé ou re-hypothéqué, comparé à la somme maximale autorisée, s'il y en a une.
 - e. données sur les revenus : comparaison entre les revenus émanant des opérations de repos et de prêts de titres et ceux provenant du réinvestissement de collatéral en espèces,
 - f. nombre de détenteurs et le montant des actifs détenus par chaque,
 - g. La manière dont les titres reçus par la contrepartie sont détenus : séparée ou *poolée*.

B. Recommandations politiques relatives à la régulation

- 6. Les autorités réglementaires responsables des entités non-bancaires qui opèrent sur les marchés de prêt de titres doivent implémenter des régimes réglementaires spéciaux au sein de leur juridiction. En effet, ces régimes doivent respecter les normes minimales relatives au réinvestissement des collatéraux monétaires pour limiter les risques de liquidité provenant de ces activités.

7. Les autorités doivent s'assurer que les régulations, dont sont sujettes les opérations de réaffectations des actifs des clients, soient conformes aux principes suivants :
 - a. Les intermédiaires financiers doivent fournir les informations suffisantes à leurs clients quant aux opérations de réaffectation de leurs actifs, pour que ceux-ci puissent comprendre leurs expositions si jamais leur intermédiaire fait faillite ;
 - b. Dans les juridictions où cela est autorisé, les actifs des clients ne peuvent être réaffectés que pour financer leurs positions longues et couvrir leurs positions courtes, et non à une fin qui sert uniquement les intérêts de l'intermédiaire ;
 - c. Seules les entités assujetties à la régulation adéquate des risques de liquidité sont autorisées à effectuer des opérations de réaffectation des actifs de leurs clients.
8. Un groupe approprié d'experts sur la protection des actifs des clients doit examiner l'harmonisation possible des règles imposées sur ces actifs en matière de réaffectation, en prenant compte les implications de risque systémique du caractère légal, opérationnel et économique de la réaffectation.
9. Les autorités doivent adopter des normes réglementaires minimales en matière d'évaluation et de gestion du collatéral pour tous les participants aux marchés de repos et de prêts de titres.

ANNEXE 6 : Recommandations relatives aux fonds du marché monétaire

A. Recommandations générales

1. Définir de manière explicite les fonds du marché monétaire au sein de la régulation des organismes de placement collectif. Cette définition devrait s'assurer que tous les OPCs qui présentent des caractéristiques de MMFs sont effectivement englobés par la régulation des MMFs, même s'ils n'en portent pas le nom.
2. Appliquer des limites spécifiques sur les types d'actifs dans lesquels investissent les MMFs et sur les risques qu'ils peuvent prendre. Les MMFs ne devraient investir que dans des instruments des marchés monétaires de haute qualité et d'autres instruments à revenus fixes ayant une duration faible. De plus, les fonds ne devraient pas utiliser de produits dérivés, sauf si cette utilisation est conforme à leur stratégie d'investissement. Dans la lignée des recommandations du groupe de travail #1, les MMFs devraient également se voir imposer des limites de concentration et des ratios de diversification afin de réduire leur exposition à une entité unique.
3. Les régulateurs doivent surveiller de près le développement et l'utilisation d'autres véhicules similaires aux MMFs. Il faut à tout prix éviter la confusion des investisseurs entre les différents types d'organismes de placement collectif et également diminuer les risques d'arbitrage réglementaire.

B. Recommandations concernant l'évaluation des titres

4. Les MMFs doivent respecter le principe de la juste valeur afin d'évaluer les titres qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles et appliquer la méthode des coûts amortis uniquement dans des circonstances spécifiques.
5. Une tierce partie devrait périodiquement revoir l'ensemble des procédures en place dans un MMF et analyser si elles sont toujours adéquates. Elle devrait également s'assurer que des actions sont entreprises pour remédier à des problèmes identifiés lors de cette révision.

C. Recommandations concernant la gestion de liquidité

6. Les MMFs doivent établir des politiques et procédures adéquates afin de mieux connaître leurs investisseurs. Cela leur permettra de réduire l'éventualité d'une large demande de remboursements inattendue.
7. S'équiper d'une réserve de liquidité suffisante afin de renforcer leur capacité à absorber des pertes et diminuer le risque de *fire sales*.
8. Effectuer périodiquement des tests de résistance et entreprendre des actions appropriées lorsque ceux-ci révèlent certaines faiblesses.
9. Avoir des outils appropriés pour gérer des conditions de marchés exceptionnelles et des pressions importantes de rédemptions. Parmi ces outils, il y a notamment la possibilité d'imposer des suspensions temporaires, des portes (*gates*) et/ou des rachats en nature (*redemption in kind*) afin de gérer un éventuel run.

D. Recommandation concernant les MMFs qui offrent une VL stable

10. Ils devraient être sujets à des mesures élaborées pour réduire les risques spécifiques associés à une VL stable et pour internaliser les coûts liés à ces risques. Les régulateurs devraient imposer, lorsque cela est possible, une conversion à une VL flottante. Dans le cas contraire, des garanties devraient être introduites afin de renforcer la résilience des VL stables et la capacité à faire face à des demandes de remboursements importantes.

E. Recommandations concernant l'utilisation des notations

11. Renforcer les pratiques d'évaluation des risques de crédit des MMFs et éviter une confiance mécanique dans les notations externes.
12. Les superviseurs des agences de notation doivent s'assurer que ces dernières rendent leurs méthodologies de notation plus explicites pour les MMFs.

F. Recommandations concernant la divulgation d'informations aux investisseurs

13. La documentation des MMFs doit stipuler de manière évidente qu'ils ne bénéficient pas de garanties de capital et que les investisseurs courent un risque réel de perte.

14. Ils doivent divulger à leurs investisseurs toutes les informations adéquates en ce qui concerne leur procédure d'évaluation ainsi que les procédures applicables en période de stress.

G. Recommandation concernant les pratiques des MMFs liées aux repos

15. Les régulateurs doivent analyser les risques que prennent les MMFs lorsqu'ils opèrent sur les marchés de repos et développer des lignes de conduites si nécessaire. En effet, les MMFs sont des prêteurs importants sur les marchés de repos et ces transactions constituent une partie importante de leurs portefeuilles.

ANNEXE 7 : Recommandations relatives à la titrisation

A. Alignement des objectifs et rétention du risque

Ces recommandations ont pour objectif de fournir une plus grande clarté, de réduire les risques provenant de l'émergence de barrières potentielles dans les opérations transfrontalières de titrisation et d'améliorer la protection des investisseurs.

1. Evaluer et formuler les approches visant à aligner les objectifs, ainsi que fixer une date d'échéance pour leur implémentation.
2. Etablir les éléments de cette approche, en sachant que l'approche préférée est la rétention du risque. Lorsque cette dernière est effectivement l'approche choisie, la législation, la régulation et/ou les orientations stratégiques qui sont en application doivent répondre aux éléments suivants :
 - a. La partie sur laquelle s'applique les obligations (régime direct, indirect) ;
 - b. Les exigences de rétention du risque autorisées (verticale, horizontale) ;
 - c. Les exceptions éventuelles à ces exigences.

Lorsque la rétention du risque n'est pas l'approche choisie, la juridiction doit expliquer son choix à la *Peer Review* mentionnée ci-dessous.

3. Minimiser les effets négatifs potentiels des transactions transfrontalières de titrisation résultant des approches différentes d'alignement des objectifs selon les juridictions. Afin de promouvoir une implémentation harmonieuse des différentes approches, l'OICV effectue les recommandations suivantes :
 - a. Encourager la mise en place d'un groupe de travail transectoriel, chargé de développer des principes généraux relatifs à l'alignement des objectifs et la rétention du risque afin d'aider les différentes juridictions à mettre en place, de manière globalement harmonieuse, la recommandation #1.
 - b. Lorsque les juridictions ont finalisé l'implémentation de leur approche, le Comité d'Evaluation de l'OICV effectuera une *Peer Review* pour évaluer les différentes approches dans le but d'assurer la convergence et l'harmonisation de celles-ci.

B. Transparence et Standardisation

4. Les membres de l'OICV doivent travailler à un niveau national ou régional, avec les autres autorités impliquées dans les exigences relatives à la divulgation d'informations pour continuer la standardisation des modèles de reporting par types d'actifs. L'OICV doit développer des principes généraux pour que les législateurs et régulateurs assurent la convergence de ces modèles à travers les différentes juridictions.
5. Améliorer la disponibilité de certaines informations nécessaires aux investisseurs, pour leur permettre de prendre des décisions d'investissements en étant mieux informés. En particulier, les investisseurs devraient :
 - a. Recevoir les informations appropriées afin de pouvoir évaluer la performance d'un produit titrisé ;
 - b. Recevoir gratuitement les outils de modélisation leur permettant d'effectuer les analyses des cash-flows des transactions de titrisation ;
 - c. Avoir un accès équitable à tous les documents et données que reçoivent les agences de notation afin d'évaluer la solvabilité d'un produit titrisé.

C. Autres inquiétudes à prendre en compte

6. Evaluer les différences entre le traitement des fonds propres et des liquidités en ce qui concerne les produits structurés et les autres types de financement structuré ou collatéralisé, et analyser si ces différences se justifient selon leurs risques respectifs.
7. Améliorer l'harmonisation des approches de consolidation des véhicules de titrisation pour s'assurer que les exigences relatives à la rétention du risque ne pénalisent pas les originateurs selon les règles comptables en application dans leur juridiction.
8. Développer des lignes directrices pour certaines mesures afin d'éliminer ou réduire les effets négatifs potentiels des différences transfrontalières de régulation des transactions de titrisation.
9. Supporter le développement de produits standardisés et moins complexes et encourager des produits titrisés plus liquides sur une base nationale et internationale.
10. Encourager l'implémentation à un niveau national des principes du CSF visant à améliorer la stabilité du marché immobilier, qui constitue une partie significative dans la chaîne de titrisation des RMBS.