

LES RISQUES DU *SHADOW BANKING* EN EUROPE : LE POINT DE VUE DU SUPERVISEUR BANCAIRE

DANIÈLE NOUY*

Depuis les déclarations du G20 à Séoul en novembre 2010, de nombreuses instances ont affirmé la nécessité de prévenir les risques du *shadow banking* (système bancaire parallèle) pour l'économie et d'en renforcer la régulation¹.

221

Aussi, le Conseil de stabilité financière (CSF) a mené une réflexion sur la définition du *shadow banking*, mettant en évidence une réalité économique protéiforme et évolutive dont il est difficile de dessiner les frontières. Selon la définition du CSF, reprise par la Commission européenne (2012) dans son Livre vert sur le *shadow banking*, c'est « un système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et des activités extérieures au système bancaire régulé » (CSF, 2011). Il est caractérisé par des activités de transformation d'échéances et de risque de crédit, fonctions traditionnelles des banques, mais sans être soumis à la réglementation bancaire, ce qui peut dégénérer en situation de crise, imposant alors une intervention du prêteur en dernier ressort en dehors de son domaine d'action habituel. La définition du CSF identifie deux dimensions essentielles du *shadow banking* : il repose sur des entités – ayant recours à la collecte de fonds aux caractéristiques de dépôts, à la transformation de maturité et de liquidité, au transfert de risque de crédit et au levier financier –, mais aussi sur des activités – incluant la titrisation, les prêts de titres et les opérations de pension.

* Secrétaire général, Autorité de contrôle prudentiel (ACP).

L'auteur remercie Anouar Aqochih, Bertille Delaveau, Hedi Jeddi, Claire Labonne, Ludovic Lebrun, Fabrice Macé, Laurent Mercier et Martin Rose pour leurs commentaires et contributions.

Certes le développement du *shadow banking* répond en partie à un besoin des agents économiques et pendant longtemps, il a été considéré comme la dernière étape de l'innovation financière (Gorton et Metrick, 2010 ; Claessens et *al.*, 2012). Ces innovations, sous réserve que leurs risques soient correctement maîtrisés, peuvent contribuer à améliorer la liquidité et l'allocation des risques au sein du secteur financier. Toutefois, l'histoire financière récente a montré la propension du *shadow banking* à ignorer les risques extrêmes à faible probabilité d'occurrence, mais à fort impact. Il apparaît donc important que la réglementation et la supervision évitent *ex ante* que se crée ce genre de situations, et donc une prise de risque excessive.

Le *shadow banking* constitue donc un défi particulier car il touche des activités aux frontières du champ d'intervention traditionnel de la supervision des institutions financières, nécessitant aussi, dans une approche globale, une coordination avec la supervision des marchés financiers. L'approche retenue doit également intégrer les caractéristiques propres du *shadow banking* en Europe, dont le système financier est caractérisé par un rôle dominant des banques dans le financement de l'économie.

De ce point de vue, il importe de répondre à deux questions :

222

- quels sont les risques posés par le *shadow banking* ? et comment les évaluer ? (thème de la première partie de l'article) ;
- compte tenu du fait que l'un des objectifs du *shadow banking* peut être d'échapper à la réglementation, quels sont les points d'appui et les modalités les mieux adaptées de la réglementation pour y faire face ? Nous distinguerons l'approche par le cadre réglementaire bancaire actuel (deuxième partie) et les nouveaux projets de réglementation (troisième partie).

LES RISQUES DU SHADOW BANKING

Le *shadow banking* présente des risques en lui-même, mais aussi du fait des interactions étroites et complexes qu'il nourrit avec le secteur bancaire.

Des risques inhérents au shadow banking...

Le *shadow banking* est porteur de risques intrinsèques qui peuvent se manifester selon différentes formes. Les risques associés à la titrisation insuffisamment réglementée sont bien identifiés². Ils se sont matérialisés de manière aiguë lors de la crise des *subprimes*³. L'activité de titrisation est soumise à un phénomène classique d'asymétrie d'information et d'antisélection (Akerlof, 1970), pouvant conduire à une

mauvaise évaluation des risques de crédit et de corrélation des défauts. Selon la nature des montages, les opérations de titrisation sont également porteuses d'un risque d'illiquidité, comme dans les conduits d'*asset-backed commercial paper* (ABCP).

Les opérations de pension et de prêt/emprunt de titres (désignées ici de manière extensive sous le terme de *repos*) ont également été identifiées parmi les activités génératrices de risques se développant au sein du *shadow banking*. Leur principe est ancien et bien connu, notamment parce qu'elles sont aussi un support traditionnel de refinancement des établissements de crédit auprès des banques centrales. Dans la mesure où elles bénéficient d'un traitement privilégié en cas d'insolvabilité, aux États-Unis comme en Europe⁴, elles constituent une source de financement à faible coût pour le *shadow banking*. Toutefois, les prêteurs étant moins vigilants que dans le cas des financements non sécurisés, elles peuvent faciliter la constitution d'effets de levier excessifs et opaques (par exemple, pour les *hedge funds*). Les valorisations et les décotes (*haircuts*) appliquées aux titres en garantie dans le cadre des *repos* présentent à cet égard un caractère procyclique pouvant conduire à des mouvements de forte amplitude de la distribution du crédit à l'économie, générateurs de risque systémique. Ce fut notamment le cas avec l'effondrement de l'offre de crédit par les courtiers en titres (*broker-dealers*) aux États-Unis en 2007 (Adrian et Shin, 2009). Par ailleurs, lorsqu'elle est possible, la réutilisation des titres remis en collatéral peut conduire à une inflation artificielle du volume de titres et accroître les risques de contagion et les risques opérationnels. Les exemples de Lehman Brothers et, plus récemment, de MF Global ont illustré les risques associés aux opérations de *repos*. En cas de défaillance de l'emprunteur, le fournisseur de liquidités se saisit du collatéral pris en pension et est incité à s'en défaire rapidement (Perotti, 2012), anticipant que d'autres feront de même, ce qui entraîne des ventes forcées (*fire sales*) et une forte baisse des prix.

Les fonds monétaires (ci-après désignés MMF pour *money market funds*) sont des entités du *shadow banking*, certes régulées, mais dont les risques ne doivent pas être mésestimés. Ces fonds se sont initialement développés comme un moyen de contourner les plafonds réglementaires relatifs aux taux d'intérêt bancaires sur les dépôts à vue (Gorton et Metrick, 2010). Or les dispositions applicables aux MMF aux États-Unis – mais aussi dans certains pays européens comme l'Irlande et le Luxembourg (Ansidei *et al.*, 2012) – avec le mécanisme de valeur liquidative constante (*constant net asset value* – CNAV) ont nourri l'illusion chez les investisseurs qu'ils bénéficiaient de produits de placement parfaitement sûrs, alors que ces produits étaient vulnérables à

des désengagements massifs et brutaux (*runs*). Les MMF ont ainsi joué un rôle d'accélérateur dans la crise aux États-Unis et dans sa diffusion. Lors de la défaillance de Lehman Brothers, les investisseurs, mettant en doute la capacité des MMF à maintenir l'objectif de valeur liquidative, ont massivement retiré leurs fonds. Confrontés à cette fuite de dépôts, les MMF ont alors dû procéder à des ventes forcées d'actifs (*fire sales*) pour des volumes élevés. Certains se sont même effondrés tels le *Reserve Primary Fund* le 16 septembre 2008. Le mouvement s'est poursuivi, conduisant *in fine* le gouvernement américain à donner momentanément une garantie explicite dans le cadre de l'*US Treasury's Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*, le 29 septembre 2008, à des institutions normalement extérieures à son champ d'intervention. La situation en France est très différente puisque les parts d'OPCVM sont cotées au jour le jour en valeur liquidative variable. Celle-ci reflétant publiquement la valeur des actifs du fonds, il n'y a donc pas d'asymétries d'information qui pourraient inciter les détenteurs à revendre leurs titres de façon stratégique en cas d'inquiétudes sur le fonds, en vue de bénéficier d'un traitement plus favorable, comme dans le modèle de Diamond et Dybvig (1983).

224

... et des mécanismes de transmission des chocs au secteur bancaire

Si les banques américaines, au premier rang desquelles les banques d'investissement (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch), ont connu des défaillances au cours de la crise financière récente en partie à cause du *shadow banking*, les banques européennes ont aussi été durement éprouvées. Les banques françaises n'ont pas été épargnées. Acharya *et al.* (2010) rappellent qu'un moment important de la crise des *subprimes* a été l'annonce⁵ par BNP Paribas le 9 août 2007 de la suspension temporaire du calcul de la valeur liquidative de certains OPCVM, en raison de la disparition de toute transaction sur des segments du marché de la titrisation aux États-Unis, conduisant à une absence de prix de référence et à une illiquidité quasi totale des actifs figurant dans les portefeuilles des fonds, indépendamment de leur qualité ou de leur *rating*⁶. Pour autant, les banques françaises ont affiché une bonne résistance à la crise (IMF, 2012).

Les canaux de propagation des risques de la titrisation vers le système bancaire sont multiples. Il peut s'agir des garanties de crédit ou des lignes de liquidité accordées par les banques aux conduits de titrisation. Certains établissements de crédit ont par ailleurs « réintégré » dans leur bilan des titrisations, dont ils étaient à l'origine, pour éviter un risque de réputation. D'autres ont supporté des pertes très importantes dues à la dépréciation des parts de titrisation qu'ils détenaient à l'actif de leur

bilan ou aux instruments dérivés complexes qui étaient associés à ces opérations. Cette réalité conduit à revoir l'une des justifications initiales de la titrisation : la dispersion supposée du risque de crédit auprès d'investisseurs. Acharya *et al.* (2010) considèrent, par exemple, qu'avec les conduits ABCP, les banques ont concentré plutôt que dispersé les risques au sein du secteur bancaire ; leurs résultats empiriques indiquent que la majeure partie des pertes ont été supportées par les banques *sponsor* des conduits plutôt que par les investisseurs externes. En outre, comme le montrent Gennaioli *et al.* (2011) sous l'angle théorique, lorsque les risques extrêmes sont négligés, donc sous-tarifés, comme ce fut le cas dans la période précédant la crise des *subprimes*, la titrisation accroît le risque systémique.

Par ailleurs, dans la période précédant la crise financière, les établissements de crédit européens se sont de manière croissante appuyés sur des financements de court terme en dollars américains apportés par les MMF. Shin (2012) développe une thèse selon laquelle les banques européennes avec ces financements auraient alimenté la bulle des crédits aux États-Unis en achetant des parts de titrisation et d'autres produits structurés. Même si elle n'emporte pas l'adhésion sur tous ces points, cette thèse appelle l'attention. Le *shadow banking* contribue au développement d'interdépendances croisées qui complexifient et fragilisent la chaîne des financements en transformant les risques à chaque étape. Les événements de l'été 2011, caractérisés par le retrait massif des MMF (BIS, 2012), catégorie d'investisseurs volatils et au comportement mimétique, ont souligné les risques d'instabilité accrue venant de ces opérateurs du *shadow banking* et insuffisamment intégrés dans la gestion des risques des établissements financiers européens. Mettre fin à cette dépendance excessive a constitué une impérieuse nécessité et il importe que les leçons en soient pleinement tirées pour l'avenir.

225

Au total, le *shadow banking* génère des risques pour les parties prenantes à ses opérations (titrisation, *repos*...), mais aussi, paradoxalement, pour le système bancaire qui tente de les disperser. Il est générateur d'importantes externalités négatives. Compte tenu de ces risques, à la frontière entre l'activité des institutions bancaires et des marchés financiers, plusieurs questions se posent du point de vue de la réglementation :

- face à une réglementation qui porte sur les acteurs et notamment les banques, comment intégrer une réglementation horizontale sur les produits et les opérations (par exemple, sur la titrisation ou les *repos*) ?
- faut-il continger/ isoler le secteur bancaire traditionnel par rapport au *shadow banking* ? ou faut-il au contraire intégrer le *shadow*

banking pour mieux l'assimiler (Claessens *et al.*, 2012) ? et comment cette question est-elle traitée dans le cadre des réformes en cours sur les structures bancaires ?

*LE TRAITEMENT DES RISQUES DU SHADOW BANKING
SOUS L'ANGLE DU RÉGULATEUR ET DU SUPERVISEUR
BANCAIRE EST HISTORIQUEMENT FONDÉ
SUR UNE APPROCHE CONSOLIDÉE*

Du point de vue du superviseur bancaire, pour que les risques du *shadow banking* soient couverts, les conditions nécessaires sont notamment :

- que les activités exercées au sein des groupes bancaires respectent une réglementation rigoureuse sur une base consolidée ;
- que la réglementation directe et la supervision du secteur bancaire contribuent à une réglementation « indirecte » (Nouy, 2007) du *shadow banking* ; en imposant des normes rigoureuses aux établissements de crédit et aux groupes bancaires qui sont exposés au *shadow banking*, il est possible, dans une certaine mesure, d'influencer le volume des opérations ainsi que les standards et les pratiques au sein des secteurs non ou peu régulés.

226

Ces principes conduisent, dans une vision globale et intégrée des institutions, à porter une attention particulière aux règles de consolidation, à la mesure des expositions au *shadow banking*, en intégrant aussi les acteurs qui, en France – à la différence des États-Unis –, ont toujours été inclus dans le même périmètre de supervision que la supervision bancaire, comme les filiales d'assurances et les sociétés financières.

*Des progrès ont été réalisés, mais les principes
de consolidation comptable font encore apparaître des différences
entre l'Europe et les États-Unis*

La première façon d'aborder sous l'angle du superviseur les interactions entre les entités du *shadow banking* et les banques est la question de leur intégration dans le périmètre de consolidation des groupes bancaires avec lesquels elles ont des liens économiques. Les règles de consolidation prudentielles permettent en effet de couvrir avec la réglementation bancaire les activités financières dès lors que l'une des entreprises concernées peut être identifiée comme contrôlant ou étant contrôlée par une entité régulée et tout particulièrement par un établissement de crédit. Elles limitent la possibilité pour les banques d'échapper à la réglementation en ayant recours au *shadow banking*.

La notion de contrôle est un élément clé de l'analyse pour déterminer si les entités du *shadow banking* doivent être consolidées. Elle est à ce jour définie de manière différente dans les normes comptables internationales (IFRS – International Financial Reporting Standards), qui s'appliquent aux principaux groupes bancaires européens, et américaines (US GAAP). Lorsque les droits de vote constituent le processus décisionnel prégnant, les deux référentiels comptables IFRS et US GAAP concluent que la détention de la majorité des droits de vote confère le contrôle. L'analyse se révèle beaucoup plus complexe pour les structures dans lesquelles le droit de vote n'est pas un élément clé dans l'exercice de la gouvernance. C'est notamment le cas des structures de titrisation ou des véhicules d'arbitrage, qui se caractérisent par un certain degré d'autopilotage. C'est pour ces structures *ad hoc*, car constituées dans un but précis et étroit, que les approches divergent le plus à ce jour entre les normes IFRS et US GAAP. Les normes IFRS reconnaissent les situations de « contrôle de fait », même en l'absence de détention de la majorité des droits de vote. Une analyse au cas par cas doit alors être menée et nécessite l'exercice du jugement.

D'un point de vue prudentiel, les règles de consolidation en vigueur en France dans le secteur bancaire sont prévues par le règlement n° 2000-03 du CCLR (Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières) et découlent de la directive 2000/12/CE visant à organiser de la manière la plus large possible la surveillance prudentielle des groupes bancaires, que l'entreprise mère soit un établissement de crédit ou une compagnie financière. En pratique, ces règles de consolidation, pour les entreprises à caractère financier (incluant les structures *ad hoc* du *shadow banking*, mais excluant les entreprises d'assurances), sont fondées sur des règles comptables ; les éléments mentionnés ci-dessus s'appliquent donc à l'identique pour le calcul des ratios prudentiels. Une spécificité est toutefois à relever concernant les opérations de titrisation : nonobstant les critères de consolidation, l'existence d'un « transfert significatif des risques » (cf. *infra*) sur les encours titrisés peut être prise en considération. En d'autres termes, les créances titrisées peuvent être incluses dans le bilan consolidé du fait de la consolidation du véhicule de titrisation, mais exclues de l'assiette des risques soumis aux exigences de fonds propres lorsqu'un volume significatif de risques a été transféré.

La directive 2002/87/CE a étendu et approfondi la supervision prudentielle sur base consolidée en créant un régime propre pour les conglomérats financiers en Europe qui se caractérisent par la mixité de leurs activités dans les secteurs de la banque, de l'assurance et des marchés financiers. De manière générale, les exigences complémentai-

res appliquées au niveau du conglomérat visent à encadrer les risques liés aux transactions intragroupes et à intégrer tous les domaines de gestion des risques dans une vision transsectorielle.

*Les renforcements réglementaires améliorent le traitement
des risques du shadow banking*

Une réforme majeure de la réglementation prudentielle bancaire a été entreprise au niveau international (Nouy, 2011). Elle a notamment entraîné un renforcement important du traitement réglementaire de la titrisation faisant suite à la publication du document du Comité de Bâle « *Enhancements to the Basel II Framework* » de juillet 2009, traduit au niveau européen dans les directives 2009/111/CE (CRD2) et 2010/76/UE (CRD3) qui ont été transposées sans délai dans la réglementation française. Des exigences de transparence et de diligence accrues et un traitement spécifique aux retitrisations ont été institués afin d'améliorer l'appréciation du risque lié à ces produits. Afin d'éliminer les possibilités d'arbitrage réglementaire, le traitement des positions de titrisation détenues en portefeuille de négociation a été aligné sur celui du portefeuille bancaire. En Europe, comme aux États-Unis, des règles de rétention ont été créées afin d'assurer un alignement d'intérêts entre originateurs et investisseurs pour prévenir les risques liés au modèle *originate to distribute*, mis en cause par la crise. Les banques, lorsqu'elles sont en position d'investisseurs dans des produits de titrisation, doivent désormais vérifier que l'originateur conserve un intérêt économique d'au moins 5 % après titrisation afin d'assurer un alignement suffisant de ses intérêts avec ceux des investisseurs.

228

Par ailleurs, s'agissant des banques en tant qu'originateurs, il s'est avéré nécessaire de mieux contrôler l'effectivité du transfert des risques. Les nouvelles dispositions européennes (CRD2) ont ainsi conforté certaines règles déjà appliquées par le régulateur français en la matière. En effet, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) est particulièrement vigilante vis-à-vis des stratégies d'arbitrage ou de contournement réglementaire par lesquelles les établissements chercheraient à obtenir un allègement des charges en capital sans réel transfert de risque. Si la diminution des exigences en fonds propres réglementaires ne se révèle pas justifiée par l'évolution du profil de risque de l'établissement, le superviseur peut également imposer des exigences supplémentaires en pilier 2⁷. L'ACP exerce ces pouvoirs à travers une politique de validation des montages en amont dans le cadre d'un dialogue approfondi avec les établissements assujettis originateurs, ainsi qu'à travers les missions d'enquête sur place. On notera aussi qu'à la suite de la crise des *subprimes*, des dispositions particulières ont été mises en place visant à prévenir le risque de soutien des établissements de crédit envers

les véhicules de titrisation dont ils assumeraient *de facto* les pertes éventuelles au-delà de leurs obligations contractuelles en tant qu'originateurs ou sponsors. Enfin, une réforme de fond est en gestation au sein du Comité de Bâle qui travaille à un nouveau cadre prudentiel pour les titrisations qui tirerait les leçons de la crise en matière de prudence, de sensibilité au risque et de procyclicité.

S'agissant des prêts de titres et des opérations de pension, les exigences en capital réglementaire qui s'appliquent aux banques tiennent compte de manière renforcée du risque de marché et du risque de contrepartie. Par ailleurs, les prêts de titres et les opérations de pension ont vocation à être contrôlés à travers les ratios de levier et de liquidité (LCR – *liquidity coverage ratio*) prévus dans les accords de Bâle III et transposés en Union européenne par la CRD4⁸. Plus largement, la mise en place d'un LCR, harmonisé au niveau international et fondé sur un scénario de stress⁹, tirant les leçons de la crise financière mondiale, doit inciter les banques à réduire notablement leur exposition aux risques du *shadow banking*, notamment au risque de *run*.

Les organismes d'assurance, dont certaines activités peuvent relever du shadow banking, font l'objet d'une surveillance rapprochée

Le secteur de l'assurance est un secteur réglementé de manière rigoureuse ; il est pourtant inclus dans le *shadow banking* selon la classification du CSF. Plus que les institutions, ce sont certaines de leurs activités qui entrent dans cette définition, principalement lorsqu'elles comportent une activité de crédit ou de garantie de crédit. L'exemple de la quasi-faillite de l'assureur américain AIG en 2008 a montré que des transferts de risque importants avaient pu s'opérer entre le secteur bancaire et le secteur assurantiel.

En Europe, les conglomérats financiers font l'objet d'une attention rapprochée des superviseurs. En effet, on pourrait imaginer que, dans ces structures, certaines décisions en matière d'investissement soient davantage dictées par les intérêts de l'entité bancaire, particulièrement eu égard à ses besoins de refinancement, au détriment de l'équilibre financier de l'organisme d'assurance et, par conséquent, des intérêts des assurés. Cette problématique se pose en France avec d'autant plus d'acuité que les encours d'assurance-vie représentent plus de 1 434 Md€ en juin 2012, soit 39 % du total des placements financiers des ménages¹⁰, et que le secteur de la bancassurance tient une place prépondérante avec 54 % de la collecte brute en assurance-vie (ACP, 2012). Pour y répondre, les organismes d'assurance sont contrôlés à la fois sur base sociale, en veillant au respect rigoureux de la réglementation sectorielle de l'assurance, et sur base consolidée. L'ACP est vigilante à ce que les transferts de risque entre différentes

entités d'un même conglomérat soient maîtrisés par l'ensemble des parties, se fassent dans des conditions économiques normales et soient proportionnés ; elle engage lorsqu'il y a lieu des actions préventives.

D'autres activités, moins traditionnelles pour les assureurs, se sont récemment développées comme, par exemple, l'octroi de prêts, que ce soit en direct ou par l'intermédiaire de structures dédiées. Même si ces activités ne se traduisent pas nécessairement par de la transformation – les ressources des assureurs ayant une durée en général bien plus élevée que celles des banques –, elles engendrent néanmoins des risques supplémentaires, surtout dans l'hypothèse où ces prêts seraient destinés à des structures, petites ou spécifiques, pour lesquelles l'information publique serait limitée. Car, à la différence des banques, les compagnies d'assurances ne disposent pas nécessairement de toutes les informations utiles à la connaissance de la situation patrimoniale du client et de sa capacité de remboursement. Ces nouvelles activités font l'objet d'un suivi spécifique et apparaissent toutefois à ce stade d'ampleur très limitée.

*En France, le superviseur continuera à surveiller les sociétés
financières dans le cadre d'une régulation nationale appliquant
un niveau d'exigence proche de Bâle III*

230

La régulation de certains établissements spécialisés, les sociétés financières qui nécessitent un agrément en France (où elles représentaient environ 11 % de l'encours des crédits au secteur privé à la fin de 2011) – mais qui sont répertoriées au sein du *shadow banking* aux États-Unis¹¹ –, est amenée à évoluer. En effet, le renforcement en cours des standards prudentiels internationaux est matérialisé en Europe par un règlement d'harmonisation maximale (CRR – *capital requirements regulation*), devant être directement appliqué dans le droit des États membres et donc se substituer intégralement aux normes nationales existantes. Les précédentes directives bancaires européennes établissaient un socle minimal de normes communes, interdisant tout « moins-disant » national, là où le règlement européen, en tant qu'outil juridique du *single rule book*, supprime également toute possibilité de « mieux-disant » au niveau national. Or le règlement européen définit comme établissements de crédit les entités qui cumulent les activités de réception de « dépôts et d'autres fonds remboursables du public » et « d'octroi de crédits pour leur propre compte ». Le législateur français perdra donc la marge de manœuvre qui l'autorisait jusqu'alors à définir les établissements de crédit par l'exercice soit de l'activité d'octroi de crédits, soit de la réception de dépôts. L'articulation des livres III et V du Code monétaire et financier organisait ainsi les sociétés financières

en établissements de crédit qui effectuaient des opérations de crédit, mais qui ne pouvaient pas recevoir de fonds à moins de deux ans de terme. Dans une approche prudente visant à assurer un traitement réglementaire harmonisé à des activités similaires en substance, ce « mieux-disant » national permettait d'étendre l'application du régime prudentiel à une population plus large que celle envisagée par le cadre européen, apportant ainsi plus de sécurité aux utilisateurs du système financier.

Sauf à développer effectivement la collecte de fonds auprès du public, ce qui nécessiterait de modifier profondément leur modèle économique, les sociétés financières ne pourraient donc pas conserver leur statut d'établissement de crédit avec la mise en œuvre du CRR, d'où le souhait des autorités françaises et des institutions de la place financière de créer une nouvelle classe de prestataires de services bancaires susceptible d'accueillir en son sein toute entité qui exercerait exclusivement l'activité d'octroi de crédits. D'emblée, la question du régime prudentiel applicable à ces futures « sociétés de financement » a été posée, notamment parce qu'elles perdront le bénéfice de certaines spécificités liées au statut d'établissement de crédit, principalement l'accès direct et permanent au refinancement de la banque centrale. Dans le même temps, le régime prudentiel de ces entités ne saurait trop s'éloigner du CRR dans la mesure où seules les institutions financières soumises à « des exigences prudentielles comparables à celles appliquées aux établissements de crédit en termes de robustesse » pourront être traitées comme des établissements de crédit en matière de pondération, d'éligibilité des prêts cautionnés au refinancement par obligation foncière ou de possibilité d'être des garants éligibles, c'est-à-dire une reconnaissance prudentielle économiquement indispensable à la poursuite de leurs activités avec des établissements de crédit. Concrètement, il est envisagé pour les « sociétés de financement », d'une part, de maintenir sur certains points les règles françaises existantes et, d'autre part, d'adopter un régime CRR amendé des dispositions non adaptées à ces entités. En conclusion sur ce point, le très haut niveau d'exigence qui caractérise depuis de longues années le régime de la supervision prudentielle en France a permis d'éviter certaines dérives observées ailleurs. C'est la raison pour laquelle les autorités et les institutions de la place financière souhaitent consolider cette « exception » vertueuse française avec l'avènement du CRR.

Le renforcement significatif de la réglementation indirecte du *shadow banking* s'intéresse aux acteurs régulés, mais la crise financière a montré que cette approche, pour nécessaire qu'elle soit, n'est pas suffisante. La réglementation « indirecte » a montré ses limites : les banques opèrent dans un secteur très concurrentiel et, individuellement, elles ont pu se voir imposer les standards les moins prudents des

marchés, par exemple en termes de *haircuts*. De nouvelles approches doivent donc être développées.

LES NOUVEAUX PROJETS DE RÉGLEMENTATION

Sous l'effet de l'arbitrage réglementaire, le durcissement de la réglementation bancaire pourrait paradoxalement accroître le *shadow banking* qui peut, comme on l'a vu, générer de fortes externalités négatives. Aujourd'hui, il y a un certain consensus pour une double approche permettant d'aller plus loin : développer la réglementation « horizontale » de certaines activités et limiter, voire interdire, certaines activités, ce qui néanmoins ne doit pas mettre en péril les *business models* bancaires.

L'arbitrage réglementaire rend nécessaire une réglementation « horizontale » des produits et des opérations

L'action du régulateur et du superviseur n'est pas neutre sur le fonctionnement du système financier. La réglementation est une forte incitation à l'innovation financière. Puisque les banques sont des agents stratégiques qui peuvent arbitrer la législation, augmenter l'intensité des contraintes peut augmenter les incitations à les contourner. Comme le démontre Plantin (2012) avec un modèle théorique, resserrer les contraintes en capital favorise les fuites vers le *shadow banking*. Pour assurer la stabilité financière, il convient d'étendre le périmètre de la supervision financière pour empêcher l'arbitrage. Kashyap *et al.* (2010) mettent en garde contre les effets de migration potentiellement induits par un durcissement des réglementations en capital et recommandent également de compléter les réformes. L'arbitrage peut aussi avoir lieu d'un pays à l'autre puisque les réglementations ne sont pas uniformes. Il est d'autant plus difficile de les harmoniser que les institutions et les activités concernées sont protéiformes. Même s'il remplit des fonctions économiques utiles, le *shadow banking* génère des risques – systémiques notamment – qu'il n'internalise pas. Une régulation adéquate des activités est donc nécessaire, afin qu'il puisse jouer un rôle positif dans la gestion du bien public qu'est la liquidité.

Le CSF coordonne les actions pour renforcer la réglementation « horizontale » des activités du shadow banking

Répondant à l'invitation des dirigeants du G20, le CSF, en coordination avec le Comité de Bâle et l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs), a organisé les travaux autour de cinq thématiques : le Comité de Bâle étudie les relations entre banques et *shadow banking* ; l'OICV coordonne les études sur les fonds monétaires et la titrisation ; l'OICV et le Comité de Bâle évaluent les exigences

applicables à la titrisation ; enfin, le CSF coordonne deux autres groupes de travail, l'un sur la réglementation des « autres entités » du *shadow banking*, l'autre sur les prêts de titres et *repos*. Des rapports ont été remis au cours de l'année 2012 par chaque groupe de travail au CSF, qui a publié plusieurs documents consultatifs sur le renforcement de la surveillance et de la réglementation du *shadow banking* (CSF, 2012a, 2012b, 2012c et 2012d). Le développement de réglementations « horizontales » soulève des défis particuliers sous l'angle du superviseur bancaire. Pour les établissements de crédit, il s'ajoute à la réglementation bancaire existante ou prochainement en vigueur. Il existe donc un risque d'accumulation inapproprié de réglementations sur les banques, susceptible de favoriser l'arbitrage réglementaire avec par ailleurs des effets macroéconomiques sur l'activité de crédit.

Les réformes des structures bancaires représentent une nouvelle approche pour empêcher la diffusion des risques

Les défaillances observées lors de la crise financière et les soutiens publics sans précédent qu'elles ont nécessités ont conduit à de nouvelles réflexions réglementaires. Il est apparu nécessaire de séparer, voire d'interdire, certaines activités aux banques. Les différentes réformes des structures bancaires, qu'il s'agisse de la section 619 du *Dodd-Franck Act* aux États-Unis (*Volcker Rule*), des recommandations du rapport de la commission présidée par John Vickers au Royaume-Uni (Vickers, 2011), de celles du groupe d'experts présidé par Erkki Liikanen au niveau européen (Liikanen, 2012), ou de la future loi portant réforme bancaire et financière en France, s'inscrivent dans ce cadre. Le rapport Liikanen cite ainsi, parmi les objectifs de la séparation des activités dans des entités juridiques distinctes qu'il promeut, la réduction de l'interconnexion entre les banques et le *shadow banking* qui a été une source de contagion pendant la crise. Cette idée de rompre la chaîne complexe d'interconnexions entre ces deux secteurs est un trait commun aux différentes réformes. Mais si elles partent de constats globalement partagés, force est de constater qu'elles n'aboutissent pas nécessairement aux mêmes conclusions en termes de régulation.

Les dispositions du *Dodd-Franck Act* aux États-Unis prévoient, sous réserve de certaines exemptions, l'interdiction pour les banques assurées par la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) d'engager des activités de négociation pour compte propre ou d'acquérir des parts dans des *hedge funds* ou des fonds de *private equity*. Ces dispositions devraient donc en principe rompre certaines (mais pas toutes¹²) interconnexions directes et risquées avec des *hedge funds* qui avaient, par exemple, conduit à la défaillance de Bear Stearns.

Dans le projet de réformes britannique, les banques exerçant une activité de détail devraient faire l'objet d'une sanctuarisation (*ring fencing*) et auraient notamment l'interdiction de fournir des services de négociation, de détenir des actions, titres de dettes ou de fonds. Cela devrait considérablement contribuer à limiter leur exposition au *shadow banking*, tout en conservant la possibilité de titriser leurs crédits. La réflexion développée dans la commission Vickers se démarque puisqu'elle considère de manière tout à fait explicite que la migration de certaines activités en dehors du système bancaire vers le *shadow banking* présenterait certains avantages, puisque le risque serait déplacé hors des banques d'où, selon la commission Vickers, un gain en termes de stabilité financière. Cet argument paraît toutefois discutable : déplacer les risques ne les fait pas disparaître et ne conduit pas nécessairement à les allouer aux agents économiques les plus aptes à les porter.

Le projet de loi portant réforme bancaire et financière en France paraît plus équilibré. Il propose de séparer les activités utiles au financement de l'économie des activités de marché à caractère spéculatif qui devront être cantonnées voire, pour certaines, interdites. Il répond au besoin de renforcer la sécurité des activités de marché des banques tout en veillant – et c'est aussi très important – à préserver leur capacité à offrir aux entreprises des services financiers leur permettant de se couvrir, se financer ou investir. Il en va de même pour les activités de tenue de marché qui jouent un rôle indispensable pour assurer la liquidité des marchés, en soutien aux émetteurs et aux investisseurs. Au total, la finalité du projet de loi est d'éviter de porter atteinte à des *business models* bancaires qui ont fait la preuve de leur résilience, méthode sans doute plus efficace pour réduire la taille du *shadow banking* de demain.

Le *shadow banking*, multiforme et évolutif, réclame une surveillance et un encadrement des risques adaptés. Il est d'abord urgent de combler les lacunes affectant les données disponibles. Les instances internationales, européennes notamment, s'y emploient sous l'égide du CSF. Bientôt, de nouveaux outils de surveillance seront mis en place et les échanges d'informations entre superviseurs seront encore plus développés.

Il est ensuite nécessaire d'étendre la portée et la nature de la réglementation prudentielle. Suivant la feuille de route dressée par le G20, l'Union européenne a ainsi mis en œuvre un ensemble de réformes majeures (CRD3, CRD4/CRR) qui permettront de renforcer le cadre réglementaire des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et, *in fine*, la stabilité financière. Mais l'efficacité de ces réformes serait grandement affaiblie si, dans le même temps, le *shadow banking*

constituait une forme d'échappatoire et de terreau fertile à l'arbitrage réglementaire, son fonctionnement en tant que système incontrôlé ayant démontré sa nocivité pour le secteur bancaire et l'économie en général.

De nouvelles approches sont donc à l'étude. Des réglementations « horizontales » se dessinent. D'autres voies consistant à séparer les activités bancaires, voire à interdire certaines opérations aux banques, sont explorées. Deux défis s'offrent maintenant : le premier consiste à ce que les réformes du *shadow banking* au-delà du secteur bancaire soient menées à bien. L'investissement et l'action de concert des instances internationales sous l'égide du CSF sont remarquables, mais ces efforts doivent être résolument poursuivis et parachevés. Le second défi concerne le réglage de l'équilibre fin entre les différentes réglementations, permettant de promouvoir la meilleure maîtrise des risques tout en assurant le financement de l'économie.

NOTES

1. Déclaration des *leaders* du G20 au sommet de Séoul (novembre 2010).
2. Voir, par exemple, Ashcraft et Schuermann (2008), Banque de France (2009) et Acharya *et al.* (2010). Voir aussi Birouk et Cassan (2012) pour une description de la titrisation en France et les encours concernés.
3. Voir, par exemple, Mian et Sufi (2009) pour une illustration empirique de l'enchaînement causal entre le recours à la titrisation et le développement du marché des *subprimes*.
4. Voir notamment la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière.
5. Voir le site Internet : www.bnpparibas.com/actualites/presse/bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-calcul-valeur-liquidative-f.
6. ESMA (2010) décrit les lignes directrices relatives aux fonds monétaires européens adoptées au cours de la crise financière.
7. La réforme Bâle II a introduit le concept de trois piliers : (1) exigences minimales de fonds propres, (2) processus de surveillance prudentielle et (3) discipline de marché. Voir Comité de Bâle (2004).
8. Le terme CRD4 recouvre un règlement d'application directe (CRR) et une directive (CRD).
9. Le LCR repose notamment sur les hypothèses suivantes : une augmentation importante des décotes sur les financements contre sûretés, une majoration des appels de marge dans le cadre des contrats sur dérivés, l'activation des engagements conditionnels de hors-bilan, contractuels et non contractuels, notamment des tirages sur les facilités de crédit et de liquidité accordées.
10. Voir le site Internet : www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/TBE_2012T2.pdf.
11. Voir, par exemple, Pozsar *et al.* (2012) pour les risques des établissements financiers spécialisés indépendants aux États-Unis pendant la crise des *subprimes*.
12. Voir les exemptions prévues par la *Dodd-Frank Act* : transactions portant sur certaines catégories de titres, *market making*, opérations de couverture, opérations en lien avec la titrisation ou la vente de crédits...

BIBLIOGRAPHIE

- ACHARYA V., SCHNABL P. et SUAREZ G. (2010), « Securitization without Risk Transfer », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 15730.
- ACP (Autorité de contrôle prudentiel) (2012), *L'évolution des flux de placements financiers des ménages français et son incidence sur les groupes de bancassurance, Analyses et synthèses*.
- ADRIAN T. et ASHCRAFT A. B. (2012), « Shadow Banking: a Review of the Literature », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, n° 580, octobre.
- ADRIAN T. et SHIN H. (2009), « Le système bancaire parallèle : implications pour la régulation financière », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 13.
- AKERLOF G. (1970), « The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, n° 84.
- ANSIDEI J., BENGTSOON E., FRISON D. et WARD G. (2012), « Money Market Funds in Europe and Financial Stability », European Systemic Risk Board, *Occasional Paper Series*.
- ASHCRAFT A. B. et SCHUERMAN T. (2008), « Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit », *Foundations and Trends in Finance*.
- AUTORITÉS FRANÇAISES (Direction générale du Trésor, Autorité des marchés financiers, Banque de France, Autorité de contrôle prudentiel) (2012), *Réponse des autorités françaises au livre vert de la Commission européenne sur le système bancaire parallèle (shadow banking system)*.
- BAKK-SIMON K., BORGIOI S., GIRON C., HEMPELL H., MADDALONI A., RECINE F. et ROSATI S. (2012), « Shadow Banking in the Euro Area, an Overview », European Central Bank, *Occasional Paper*.
- BANQUE DE FRANCE (2009), « La crise financière », *Documents et débats*, n° 2.
- BIROUK O. et CASSAN L. (2012), « La titrisation en France », Banque de France, *Bulletin*, n° 190.
- BIS (Bank for International Settlements) (2012), « European Bank Funding and Deleveraging », *Quarterly review*, mars.
- CLAESSENS S., POZSAR Z., RATNOVSKI L. et SINGH M. (2012), « Shadow Banking: Economics and Policy », International Monetary Fund, *Staff Discussion Note*.
- COMITÉ DE BÂLE (2004), *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*.
- COMITÉ DE BÂLE (2009), *Enhancements to the Basel II Framework*.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2012), *Livre vert – Le système bancaire parallèle*.
- CSF (Conseil de stabilité financière) (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*.
- CSF (2012a), *Consultative Document – Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – An Integrated Overview of Policy Recommendations*.
- CSF (2012b), *Consultative Document – Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.
- CSF (2012c), *Consultative Document – Strengthening Oversight and Regulation of shadow Banking – A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*.
- CSF (2012d), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*.
- DIAMOND D. et DYBVIK P. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *The Journal of Political Economy*, vol. 91.
- ESMA (European Securities and Markets Authority) (2010), *CESR's Guidelines – Common Definition of European MMF*.
- G20 (2010), *The G20 Seoul Summit Leaders' Declaration*.
- GENNAIOLI N., SHLEIFER A. et VISHNY R. (2011), « A Model of Shadow Banking », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 17115, juin.
- GORTON G. et METRICK A. (2010), « Regulating the Shadow Banking System », *Brookings Paper on Economic Activity*.
- IMF (International Monetary Fund) (2012), *France: Financial System Stability Assessment*, Country Report, n° 12/341, décembre.

- KASHYAP A., STEIN J. et HANSON S. (2010), « An Analysis of Substantially Heightened Capital Requirements on Large Financial Institutions », *Working Paper*.
- LIIKANEN E. (présidé par) (2012), *Final Report, High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector*.
- MIAN A. R. et SUFI A. (2009), « The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n° 4, novembre, pp. 1449-1496.
- NOUY D. (2007), « La supervision indirecte des *hedge funds* », Banque de France, *Revue de stabilité financière*, n° 10.
- NOUY D. (2011), « La réévaluation du risque de solvabilité et de liquidité : le point de vue du superviseur », *Revue d'économie financière*, n° 101, mars.
- PEROTTI E. (2012), « The Roots of Shadow Banking », Duisenberg School of Finance, *Policy Paper*, n° 24.
- PLANTIN G. (2012), « Shadow Banking and Bank Capital Regulation », Toulouse School of Economics, mimeo.
- POZSAR Z., ADRIAN T., ASHCRAFT A. et BOESKY H. (2012), « Shadow Banking », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*.
- SHIN H. S. (2012), « Global Banking Glut and Loan Risk Premium », *Mundell-Fleming Lecture*.
- VICKERS J. (présidé par) (2011), *Final Report Recommendations*, Independent Commission on Banking.

