

# Débats économiques et financiers

N° 3

## **Les risques du Shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire**

Danièle Nouy\*

---

\*Secrétaire général de l'Autorité de Contrôle prudentiel (ACP).

Article à paraître dans la Revue d'Économie Financière.

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

SECRETARIAT GENERAL DE L'AUTORITE DE CONTROLE  
PRUDENTIEL  
DIRECTION DES ÉTUDES

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

Danièle NOUY

Avril 2013

Les points de vue exprimés dans ces Débats Économiques et Financiers n'engagent que leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de l'Autorité de Contrôle Prudentiel. Ce document est disponible sur le site de l'Autorité de Contrôle Prudentiel : [www.acp.banque-france.fr](http://www.acp.banque-france.fr)

The opinions expressed in the Economic and Financial Discussion Notes do not necessarily reflect views of the Autorité de Contrôle Prudentiel. This document is available on [www.acp.banque-france.fr](http://www.acp.banque-france.fr)

# Les risques du Shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire

## Résumé

### Les risques du Shadow banking en Europe : le point de vue du superviseur bancaire

Face aux défis soulevés par le *Shadow banking* en termes de stabilité financière, l'article aborde deux questions de fond. D'une part, il présente les risques posés par le *Shadow banking* et montre que le *Shadow banking* est porteur de risques intrinsèques et d'interactions complexes avec le secteur bancaire. D'autre part, il s'attache à déterminer les modalités les mieux adaptées de la réglementation pour y faire face. L'article décrit les renforcements majeurs de la réglementation bancaire qui contribuent ainsi à une réglementation « indirecte » du *Shadow banking* : en imposant des normes rigoureuses aux groupes bancaires, il est possible d'influencer les opérations au sein des secteurs non régulés. Mais la crise financière a montré que cette approche, pour nécessaire qu'elle soit, n'est pas suffisante. Aujourd'hui, il y a donc 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 bancaires, ce qui néanmoins ne doit pas mettre en péril les *business models* bancaires.

*Classification JEL : G21, G28*

*Mots clés : Shadow banking, Bâle III, CRD4, titrisation, repos*

## Abstract

### The risks of the Shadow banking system in Europe: the perspective of the banking supervisor

Faced with the challenges raised by Shadow banking for financial stability, this article deals with two major issues. On the one hand, it presents the risks created by the Shadow banking system and shows that it raises specific risks, as well as complex interactions with the banking system. On the other hand, the article aims at determining the best regulatory framework to address them. It describes the major improvements that have been brought to banking regulation contributing to a form of “indirect” regulation of Shadow banking: by setting rigorous standards for banking groups, one may influence operations within the unregulated sector. The financial crisis demonstrated, however, that this approach was necessary but not sufficient. Today, there is a certain consensus for a dual approach to go forward: to elaborate “horizontal” regulations for some specific activities and to limit or even ban some activities for banks, without however jeopardizing banking business models.

*Classification JEL : G21, G28*

*Key words: Shadow banking, Basel III, CRD4, securitization, repos*

# 1. Introduction

Depuis les déclarations du G20 à Séoul en novembre 2010, de nombreuses instances ont affirmé la nécessité de prévenir les risques du système bancaire parallèle (*Shadow banking* ci-après) pour l'économie et d'en renforcer la régulation<sup>1</sup>.

Aussi le Conseil de la stabilité financière (CSF) a-t-il 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 dans son Livre vert sur le *Shadow banking* (2012), c'est « un système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités extérieures au système bancaire régulé »<sup>2</sup>. 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 des activités - incluant la titrisation, les prêts de titres et les opérations de pension.

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 (Claessens et al., 2012 ; Gorton et Metrick, 2010). 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 créent ce genre de situations, et donc la 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 :

- quels sont les risques posés par le *Shadow banking* et comment les évaluer ? **(1)**

- 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 ? en distinguant l'approche par le cadre réglementaire bancaire actuel **(2)** et les nouveaux projets de réglementation **(3)**.

---

<sup>1</sup> Déclaration des leaders du G20 au sommet de Séoul (novembre 2010)

<sup>2</sup> CSF (2011)

## 2. Les risques du *Shadow banking*

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

### 2.1. 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 identifiés<sup>3</sup>. Ils se sont matérialisés de manière aigüe lors de la crise des *subprimes*<sup>4</sup>. L'activité de titrisation est soumise à un phénomène classique d'asymétrie d'information et d'antisélection<sup>5</sup>, 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 Europe<sup>6</sup>, 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 décotes (*haircut*) 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 liquidité se saisit du collatéral pris en pension et est incité à s'en défaire rapidement<sup>7</sup>, anticipant que d'autres feront de même, entraînant des ventes forcées (*fire sales*) et une forte baisse des prix.

Les fonds monétaires (ci-après « MMFs » 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 développés initialement comme un moyen de contourner les plafonds réglementaires relatifs aux taux d'intérêt bancaires sur les dépôts à vue<sup>8</sup>. Or, les dispositions applicables aux MMFs aux États-Unis -mais aussi dans certains pays européens comme l'Irlande et le Luxembourg<sup>9</sup>- avec le mécanisme dit de valeur liquidative constante (*Constant Net Asset Value*), ont nourri l'illusion chez les investisseurs qu'ils bénéficiaient d'un produit de placement parfaitement sûr, alors que ces produits étaient vulnérables à des désengagements massifs et brutaux (*runs*). Les MMFs ont ainsi joué un rôle

---

<sup>3</sup> Voir par exemple Ashcraft et Schuerman (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

<sup>4</sup> Voir par exemple Sufi et Mian (2009) pour une illustration empirique de l'enchaînement causal entre le recours à la titrisation et le développement du marché des subprimes.

<sup>5</sup> Akerlof (1970)

<sup>6</sup> Voir notamment la Directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière

<sup>7</sup> Perotti (2012)

<sup>8</sup> Gorton et Metrick (2010)

<sup>9</sup> Ansidei et al. (2012)

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 MMFs à maintenir l'objectif de valeur liquidative, ont massivement retiré leurs fonds. Confronté 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 The 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'informations 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).

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

Si les banques américaines, au premier rang 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'annonce<sup>10</sup> 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<sup>11</sup>. Pour autant, les banques françaises ont affiché une bonne résistance à la crise<sup>12</sup>.

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 a été supportée 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 les financements de court terme en dollars américains apportés par les MMFs. 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 ses 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

---

<sup>10</sup> <http://www.bnpparibas.com/actualites/presse/bnp-paribas-investment-partners-suspend-temporairement-calcul-valeur-liquidative-f>

<sup>11</sup> ESMA (2010) décrit les lignes directrices relatives aux fonds monétaires européens adoptées au cours de la crise financière.

<sup>12</sup> FMI (2012) : "France: Financial System Stability Assessment"

événements de l'été 2011, caractérisés par le retrait massif des MMFs<sup>13</sup>, catégorie d'investisseurs volatiles 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 soit pleinement tirées pour l'avenir.

Au total, le *Shadow banking* génère des risques pour les parties prenantes à ses opérations (titrisation, *repos*, etc.), mais aussi paradoxalement pour le système bancaire qui tente de les disperser. Il est générateur d'importantes externalités négatives. Compte tenu de ses 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 ?

### **3. Le traitement des risques du *Shadow banking* sous l'angle du régulateur et du superviseur bancaire est fondé historiquement sur une approche consolidée.**

Pour le superviseur bancaire, pour que les risques du *Shadow banking* soient couverts, des conditions nécessaires sont notamment que :

- les activités exercées au sein des groupes bancaires respectent une réglementation rigoureuse sur base consolidée ;

- la réglementation directe et la supervision du secteur bancaire contribuent à une réglementation « indirecte »<sup>14</sup> 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 pratiques au sein des secteurs non ou peu régulés.

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'assurance et les sociétés financières.

---

<sup>13</sup> BRI (2012)

<sup>14</sup> Nouy (2007)

### 3.1. 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 clef 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), 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 clef 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 CCLRF 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'assurance), sont fondées sur les 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 à 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 conglomerats 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 complémentaires appliquées au niveau du conglomérat visent à encadrer les risques liés aux transactions intra-groupes et à intégrer tous les domaines de gestion des risques dans une vision transsectorielle.

### 3.2. 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<sup>15</sup>. Elle a notamment entraîné un renforcement important du traitement réglementaire de la

---

<sup>15</sup> Voir Nouy (2011)



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 (CRD 2) et 2010/76/UE (CRD 3), 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.

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 de 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 2<sup>16</sup>. 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 des véhicules de titrisation dont ils assumeraient *de facto* les pertes éventuelles au-delà de leurs obligations contractuelles en tant qu'originateur ou sponsor. 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 opérations de pension ont vocation à être contrôlées 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 CRD4<sup>17</sup>. Plus largement, la mise en place du LCR, harmonisé au niveau international et fondé sur un scénario de stress<sup>18</sup>, 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 *runs*.

### 3.3. Les organismes d'assurance, dont certaines activités peuvent relever du *Shadow banking* selon les définitions internationales, 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

---

<sup>16</sup> 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)

<sup>17</sup> Le terme CRD4 recouvre un règlement (CRR pour « Capital Requirements Regulation ») d'application directe et une directive (CRD).

<sup>18</sup> 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.

ou de garantie de crédit. L'exemple de la quasi-faillite de l'assureur américain AIG en 2008 a montré que des transferts de risques importants avaient pu s'opérer entre secteurs bancaire et 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 avec d'autant plus d'acuité en France que les encours d'assurance-vie représentent plus de 1 434 milliards d'euros en juin 2012, soit 39% du total des placements financiers des ménages<sup>19</sup>, et que le secteur de la bancassurance tient une place prépondérante, avec 54% de la collecte brute en assurance-vie<sup>20</sup>. 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 risques entre différentes entités d'un même conglomérat soient maîtrisés par l'ensemble des parties, se fassent dans des conditions économiques normales et soient proportionnées ; 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 d'ampleur très limitée à ce stade.

### 3.4. 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.

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 2011) - mais sont répertoriés au sein du *Shadow banking* aux États-Unis<sup>21</sup> -, est amenée à évoluer. En effet, le renforcement en cours des standards prudentiels internationaux est matérialisé en Europe par un règlement (CRR) d'harmonisation maximale, devant être appliqué directement 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 crédit 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 crédit 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 effectuent des opérations de crédit mais ne peuvent pas recevoir des

---

<sup>19</sup> [http://www.banque-france.fr/uploads/tx\\_bdfgrandesdates/TBE\\_2012T2.pdf](http://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/TBE_2012T2.pdf)

<sup>20</sup> ACP (2012)

<sup>21</sup> Voir par exemple Pozsar et al. (2010) pour les risques des établissements financiers spécialisés indépendants aux États-Unis pendant la crise des subprimes

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 crédit. 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 la possibilité d'être un garant éligible, c'est-à-dire une reconnaissance prudentielle indispensable économiquement 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, ont pu se voir imposer les standards moins prudents des marchés, par exemple en termes de *haircuts*. De nouvelles approches doivent donc être développées.

## 4. 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.

### 4.1. L'arbitrage réglementaire rend nécessaire une réglementation « horizontale » des produits et 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 également 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 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 que le *Shadow banking* puisse jouer un rôle positif dans la gestion du bien public qu'est la liquidité.

#### 4.2. 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'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), 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*<sup>22</sup>. 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.

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

Les défaillances observées lors de la crise financière et les soutiens publics sans précédent qu'elles ont nécessité ont conduit à de nouvelles réflexions réglementaires. Il est apparu nécessaire de séparer, voire d'interdire, certaines activités aux banques. Les différentes réformes de structures bancaires, qu'il s'agisse de la section 619 du Dodd-Frank Act aux États-Unis (*Volcker rule*), des recommandations du rapport de la commission présidée par J. Vickers<sup>23</sup> au Royaume-Uni, de celles du groupe d'experts présidé par E. Liikanen<sup>24</sup> au niveau européen, ou de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires 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 Frank Act aux États-Unis prévoient, sous réserve de certaines exemptions, l'interdiction pour les banques assurées par le FDIC 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 toutes<sup>25</sup>) interconnexions directes et risquées avec des *hedge funds* qui avaient par exemple conduit à la défaillance de Bear Stearns.

---

<sup>22</sup> CSF (2012a), (2012b), (2012c), (2012d)

<sup>23</sup> Independent Commission on banking (2011)

<sup>24</sup> High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012)

<sup>25</sup> Voir les exemptions prévues par le 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, etc.

Dans le projet de réforme 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 de les porter.

Le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires 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 seront 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 très important aussi- à préserver leur capacité à offrir aux entreprises des services financiers leur permettant de se couvrir, de se financer ou d'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 support 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.

## 5. Conclusion

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 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 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 investiguées. 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 est remarquable, mais ces efforts doivent être résolument poursuivis et parachevés ; le second 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.

## **RÉFÉRENCES**

- Acharya V., Schnabl P., Suarez G. (2010), “Securization without risk transfer”, Working Paper 15730, NBER
- Adrian T., Ashcraft A. B. (2012) “Shadow banking: a review of the literature”, FRBNY Staff reports 580, octobre.
- Adrian T., Shin H. (2009), « Le système bancaire parallèle : implications pour la régulation financière », Banque de France, Revue de la stabilité financière No. 13
- Akerlof G. (1970), “The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism”, Quarterly Journal of Economics, n° 84
- Ansidei J., Bengtsson E., Frison D., Ward G. (2012), “Money Market Funds in Europe and Financial Stability”, Occasional Paper Series, ESRB
- Ashcraft AB, Schuermann T. (2008), “Understanding the securitization of subprime mortgage credit”, Foundations and Trends in Finance
- 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
- 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., Borgioli S., Giron C., Hempell H., Maddaloni A., Recine F., 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
- Banque des règlements internationaux (2012): “European bank funding and deleveraging”, BIS Quarterly review
- Birouk O., Cassan L. (2012), « La titrisation en France », Bulletin de la Banque de France n°190
- Claessens S., Pozsar Z., Ratnovski L., Singh M. (2012), “Shadow Banking: Economics and Policy”, IMF 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 »
- Conseil de stabilité financière (2011), “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation - Recommendations of the Financial Stability Board”
- Conseil de stabilité financière (2012a), « Consultative Document - Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - An Integrated Overview of Policy Recommendations »
- Conseil de stabilité financière (2012b), « Consultative Document - Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities »
- Conseil de stabilité financière (2012c), « Consultative Document - Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos »
- Conseil de stabilité financière (2012d), « Global Shadow Banking Monitoring Report 2012 »
- Diamond D., Dybvig P. (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, The journal of political economy, vol. 91

- ESMA (2010), “CESR’s Guidelines – Common definition of European MMFs”
- FMI (Fonds Monétaire International) (2012), “France: Financial System Stability Assessment”
- G20 (2010), “The G20 Seoul summit leaders’ declaration”
- Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. (2011), “A model of shadow banking”, NBER
- Gorton, G., Metrick A. (2010), “Regulating the Shadow Banking System”, Brookings Paper on Economic Activity
- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012), “Final report”, chaired by E. Liikanen
- Independent commission on banking (2011), “Final report recommendations”, chaired by J. Vickers
- Kashyap, A., Stein, J., Hanson, S., (2010), « An Analysis of ‘Substantially Heightened’ Capital Requirements on Large Financial Institutions”, Working Paper
- Mian A. R. et Sufi A. (2009), “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis”, Quarterly Journal of Economics, November, 124(4), 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
- Perotti E. (2012), “The roots of Shadow banking”, DSF Policy Paper No. 24, Duisenberg School of Finance
- Plantin, G. (2012), “Shadow Banking and Bank Capital Regulation”, Toulouse School of Economics mimeo
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A, Boesky H. (2012) “Shadow Banking”, Federal Reserve Bank of New York
- Shin H. S. (2012), “Global banking glut and loan risk premium”, Mundell-Fleming Lecture

## Débats Économiques et Financiers

1. M. Dietsch and H. Fraisse, « De combien le capital réglementaire diffère t-il du capital économique : le cas des prêts aux entreprises par les grands groupes en France », Février 2013.
2. O. de Bandt, N. Dumontaux, V. Martin et D. Médée, « Mise en œuvre de stress tests sur les crédits aux entreprises », Mars 2013
3. D. Nouy, « Les risques du Shadow banking en Europe: le point de vue du superviseur bancaire », Avril 2013.



## Economic and Financial Discussion Notes

1. M. Dietsch and H. Fraisse, "How different is the regulatory capital from the economic capital: the case of business loans portfolios held by major banking groups in France", February 2013
2. O. de Bandt, N. Dumontaux, V. Martin and D. Médée, "Stress-testing banks' corporate credit portfolio", March 2013
3. D. Nouy, « The risks of the Shadow banking system in Europe: the perspective of the banking supervisor », April 2013.



61, rue Taitbout  
75009 Paris  
Téléphone : 01 49 95 40 00  
Télécopie : 01 49 95 40 48  
Site internet : [www.acp.banque-france.fr](http://www.acp.banque-france.fr)