

QUELLES INITIATIVES EN MATIÈRE DE *SHADOW BANKING* ?

PIERRE-HENRI CASSOU*

Aux États-Unis comme en Chine, les événements récents ont mis au grand jour une réalité longtemps ignorée, le développement rapide des prêts effectués par l'intermédiaire d'organismes non bancaires, phénomène désormais désigné par le terme de « *shadow banking* »¹. Ainsi, aux États-Unis, le volume de ces concours aurait, avant la crise, dépassé celui de l'ensemble des actifs détenus par le système bancaire *stricto sensu*² et en Chine, le *shadow banking* représenterait actuellement 30 % à 50 % du PIB³.

Ces opérations ont incontestablement joué un rôle important dans la survenance de la crise actuelle. Lors du sommet de Séoul de novembre 2010, les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont ainsi chargé le Conseil de stabilité financière (CSF) de lui soumettre des réflexions sur le *shadow banking* et au sommet de Cannes de novembre 2011, ils lui ont demandé d'approfondir ses recherches et de présenter des propositions en avril 2012. Le moment est donc venu de faire le point des initiatives en ce domaine.

LES AVANCÉES DU CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE

En réponse aux demandes du G20, le CSF a publié deux notes successives⁴ dans lesquelles il a proposé une définition du *shadow banking system*, fourni une première évaluation de son ampleur et formulé des recommandations pour sa régulation.

* Rédacteur en chef, *Année des professions financières*.

Cet article reprend de façon synthétique les principales idées développées dans l'article publié par l'auteur sur le même sujet dans le volume 7 de l'*Année des professions financières* (2012).

La définition du *shadow banking*

Le CSF a retenu une approche assez large du *shadow banking*, en proposant de le définir comme le « système d'intermédiation du crédit qui implique des entités et des activités extérieures au système bancaire ordinaire⁵ ».

Un lecteur français peut être surpris que l'activité de crédit puisse ainsi impliquer des organismes « extérieurs au système bancaire ordinaire ». Dans notre pays, en effet, le crédit a toujours été distribué et géré par des établissements agréés et surveillés comme les banques. Mais tel n'est pas le cas partout et dans d'autres pays, l'activité de crédit n'est régulée que lorsqu'elle est exercée par des banques *stricto sensu*, c'est-à-dire des établissements collectant des dépôts⁶.

Aux États-Unis, par exemple, la législation bancaire concerne seulement les établissements qui reçoivent des dépôts et qui sont constitués sous forme de sociétés commerciales. En revanche, elle ne s'applique ni aux établissements constitués sous d'autres formes juridiques (*credit unions*, *thrifts* ou *savings and loans*), ni aux institutions ne collectant pas de dépôts, tels que les *investment banks*, les organismes fédéraux garantissant les prêts immobiliers (Fannie Mae et Freddie Mac) ou encore les sociétés de crédit qui, au moins jusqu'au *Dodd-Franck Act*, étaient seulement soumises à la législation commerciale.

Dans l'Union européenne, la législation bancaire s'applique à tous les « établissements de crédit », c'est-à-dire à toutes les entreprises qui reçoivent du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et qui octroient des crédits pour leur propre compte, quelle que soit leur forme juridique⁷. L'Union européenne n'a en revanche jamais adopté de réglementation générale pour les activités de crédit effectuées par des institutions ne collectant pas de dépôts. Seuls certains États membres soumettent à une réglementation particulière les entreprises qui effectuent de telles opérations, en les assujettissant, selon les cas, aux normes régissant les établissements de crédit *stricto sensu* (Allemagne et France) ou à un régime spécifique (Espagne et Italie).

L'ampleur du *shadow banking*

L'estimation de l'importance du *shadow banking* a été une tâche ardue. Par nature, ces opérations sont en effet difficiles à distinguer des autres activités économiques. Les chiffres publiés par le CSF résultent par la suite davantage d'approches statistiques que de données comptables.

De ces données se dégagent notamment les enseignements suivants :

- le volume des opérations relevant du *shadow banking* a considérablement augmenté dans les années immédiatement antérieures à la crise, puisqu'il serait passé environ de 27 000 Md\$ en 2002 à 60 000 Md\$ en 2007 ;

– globalement, il représenterait entre 25 % et 30 % de l'ensemble du système financier et près de la moitié des actifs totaux détenus par le système bancaire *stricto sensu* ;

– l'importance du *shadow banking* diffère toutefois sensiblement selon les pays ou les régions du monde : sa part dans l'ensemble des actifs détenus par le système financier serait inférieure à 20 % en France, en Allemagne, en Italie et au Japon, mais atteindrait environ 40 % aux États-Unis ;

– c'est dans ce pays que le volume du *shadow banking* serait le plus important, puisqu'il aurait atteint environ 25 000 Md\$ en 2007 et 24 000 Md\$ en 2010 ;

– les principaux types d'instruments du *shadow banking system* sont par ordre d'importance décroissante : les OPCVM autres que monétaires (32 % du total en 2010), les « véhicules » structurés (environ 9 %) et les fonds monétaires (environ 8 %).

Le CSF souligne toutefois que ces grandeurs demeurent assez approximatives et nécessiteront des analyses plus précises.

Les principes de régulation recommandés par le CSF

Comme cela a été indiqué plus haut, un lecteur français peut avoir des difficultés à comprendre qu'une activité de crédit soit exercée sans être réglementée et peut même être tenté de considérer que le *shadow banking* est une activité irrégulière, voire illégale.

Il faut donc rappeler à nouveau que chaque pays a une conception qui lui est propre de l'étendue de la régulation financière. Certes, dans la plupart des pays, la collecte de dépôts est réservée à des institutions agréées. Certes, également, dans les économies libérales, la réglementation laisse généralement une grande latitude aux entreprises comme aux particuliers pour effectuer des opérations financières pour leur propre compte. En revanche, s'agissant de l'offre de crédits ou d'autres services financiers à des tiers, des choix très différents sont faits et il n'existe guère de doctrine générale en la matière.

Dans aucun pays en tout cas, le *shadow banking* n'est illégal ou irrégulier. Ainsi que le rappelle la définition retenue par le CSF, cette expression désigne seulement des activités exercées à l'extérieur de la réglementation bancaire ordinaire. Or cette réglementation ne s'applique nulle part à l'ensemble des activités financières. Pour autant, le *shadow banking* ne s'exerce pas dans un vide juridique. Partout, il se conforme aux normes en vigueur, c'est-à-dire à la législation commerciale, voire aux règles régissant certaines activités ou à certains instruments, par exemple les instruments de gestion collective (les OPCVM en Europe). S'il paraît insuffisamment régulé et s'il présente des risques pour le reste du système financier, c'est essentiellement parce que les normes

applicables aux activités financières exercées par des institutions non bancaires n'ont pas évolué au même rythme que l'innovation.

Dans sa note du 21 octobre 2011, le CSF a présenté une série de recommandations qui viennent en large mesure renouveler l'approche de la régulation financière. Jusqu'à présent, celle-ci a en effet été essentiellement conçue de manière catégorielle et demeure par la suite assez fragmentée. Le CSF suggère au contraire une approche globale des activités financières et de leur régulation. Il recommande de mettre en place un dispositif d'observation (*monitoring*) et d'adopter des mesures permettant de répondre aux enjeux actuels.

Le *monitoring* doit permettre aux autorités d'avoir une vision complète du *shadow banking* et des risques qu'il peut générer. Il devrait donc avoir pour objet d'identifier et d'évaluer ces risques de manière régulière et continue. Les autorités devraient, à cet effet, disposer de pouvoirs adéquats, non seulement pour collecter les informations nécessaires, mais aussi pour définir le champ de leurs investigations. Celles-ci devraient s'adapter en permanence aux innovations financières ainsi qu'à l'élargissement du *shadow banking* qu'induit toute modification de la réglementation.

Les normes applicables au *shadow banking system* devraient, de leur côté, être fondées sur les principes suivants :

- elles devraient d'abord viser à répondre aux externalités et aux risques qu'il génère ;
- elles devraient être spécifiquement adaptées à ces risques, conformément au principe de proportionnalité ;
- elles devraient avoir un caractère prospectif et s'adapter aux nouveaux risques qui émergeraient ;
- elles devraient être conçues et appliquées de manière effective et cohérente au plan mondial, tout en tenant compte des différences de structure et d'organisation ;
- leur application devrait faire l'objet d'évaluations régulières et leur contenu devrait être ajusté en fonction de l'expérience.

De manière concrète, le CSF a suggéré que des travaux supplémentaires soient engagés dans cinq domaines : la réglementation des opérations effectuées entre le secteur bancaire et le *shadow banking system*, la réforme de la réglementation des fonds monétaires, la réglementation des autres entités participant au *shadow banking*, celle de la titrisation et, enfin, celle des activités de prêt et des contrats de rachat de titres.

Il appartient désormais au CSF et aux autres autorités compétentes de définir un dispositif adapté de régulation du *shadow banking*, tenant compte à la fois de la nécessaire maîtrise des risques qu'il peut provoquer et des besoins de financement des agents économiques.

UN ÉQUILIBRE À TROUVER ENTRE SOUCI DE PROTECTION ET BESOINS DE FINANCEMENT

Le financement non bancaire : une alternative nécessaire

Dans tous les pays développés, le financement de l'économie est assuré par des voies très diverses. À la suite de la libéralisation engagée durant les décennies 1970 et 1980, ces voies se sont même multipliées. À côté des émissions de titres sur les marchés et des emprunts auprès de banques ou d'autres institutions financières, de nouvelles techniques se sont ainsi développées, telles que la titrisation ou le *private equity*, et de nombreux instruments nouveaux ont vu le jour, depuis les obligations convertibles en actions jusqu'aux produits structurés ou aux dérivés. En pratique, toutefois, les marchés ne sont guère accessibles qu'à des entreprises ou à des institutions d'assez grande taille. Pour couvrir leurs besoins de financement, les autres agents économiques (particuliers, professionnels indépendants, petites et moyennes entreprises, collectivités publiques de taille limitée) ne peuvent guère recourir qu'au crédit, en s'adressant à des banques ou à d'autres intermédiaires.

Dans de nombreux pays, il existe en effet des entreprises, autres que des banques, qui font profession de consentir des prêts. Dès lors, toutefois, qu'elles ne peuvent collecter de dépôts, elles doivent se procurer leurs ressources par d'autres voies, sur les marchés ou même auprès de banques, comme n'importe quelle autre entreprise. Par exemple, dans de nombreux pays, le financement de l'immobilier est assuré par des établissements spécialisés se refinançant par des obligations à long terme⁸. De même, des prêts à l'équipement des entreprises ou des ménages, des crédits à la consommation ou des opérations de crédit-bail sont souvent proposés par des établissements non bancaires, souvent en mesure d'offrir ces services dans des conditions plus économiques que les banques traditionnelles.

L'innovation qui s'est développée au cours des dernières décennies a permis aux diverses catégories d'agents économiques d'accéder à de nouvelles sources et de nouveaux modes de financement. Toutes les entreprises qui détiennent des portefeuilles de créances sont, par exemple, désormais habituées à les titriser, c'est-à-dire à en transférer les flux d'intérêts et de remboursement à des investisseurs. Dans ces conditions, les prêts ne figurent plus aujourd'hui nécessairement dans les bilans des banques ou même des établissements spécialisés, mais aussi dans ceux de bien d'autres institutions, financières ou non.

Cette évolution ne peut que se poursuivre au cours des prochaines années. Du fait des nouvelles obligations que les règles de Bâle III imposent aux banques en matière de fonds propres ou de liquidité, celles-ci ne pourront plus en effet détenir dans leurs bilans autant de prêts que par le passé. Dans l'Union européenne, cette évolution pourrait être d'autant plus marquée que ces nouvelles exigences s'appliqueront à tous les établissements de crédit. À l'avenir, une part croissante

du financement de l'économie, tout particulièrement en Europe, devrait donc être assurée par la voie du *shadow banking* et non plus essentiellement par le système bancaire classique. Comme le CSF l'observe lui-même dans l'introduction de sa note du 12 avril 2011, le *shadow banking system* peut fournir aux intervenants sur les marchés et aux entreprises une voie alternative d'accès à des financements et à la liquidité⁹. Il intéresse donc tous les acteurs économiques qui connaissent des besoins de financement, au premier rang desquels les entreprises elles-mêmes.

Un encadrement réglementaire adéquat

Il revient aujourd'hui aux autorités de définir un mode de régulation approprié du *shadow banking*. Si le CSF a défini des principes généraux, les instances compétentes doivent encore préciser les modalités concrètes de réglementation et de surveillance de ces activités. Il leur faudra trouver un juste équilibre entre des considérations opposées, limiter les risques et répondre aux besoins de financement, éviter les arbitrages réglementaires et tenir compte des différences de nature des activités.

Il convient à cet égard de rappeler que la régulation n'est pas un choix binaire, contrairement à une opinion répandue. Il ne s'agit pas en effet seulement de déterminer si une activité doit ou non être réglementée, ce qui supposerait qu'il n'existe qu'un seul mode de régulation. Or, comme le CSF l'a lui-même souligné, toute réglementation doit être adaptée aux caractéristiques des activités ou des institutions concernées, notamment aux risques qu'elles font naître. La régulation financière est donc nécessairement différenciée et non uniforme.

Dans le cas du *shadow banking*, on pourrait probablement, dans un certain nombre de domaines, appliquer sans inconvénient les normes qui s'appliquent aux activités et aux institutions financières déjà réglementées. Par exemple, en matière de conditions de commercialisation et de conduite des activités, une protection appropriée des intérêts de la clientèle semble commander que tous les prestataires, quels que soient leurs statuts, respectent des règles identiques. De même, en matière de publication ou de transmission aux autorités d'informations sur les opérations réalisées, un bon fonctionnement du marché paraît justifier que le *shadow banking system* respecte les mêmes obligations que les autres intervenants.

Dans d'autres domaines de la réglementation, en revanche, un traitement différencié semblerait approprié. Il devrait en être ainsi en matière d'exigences de fonds propres ou de liquidité. En effet, les entités participant au *shadow banking system* ne font pas courir de risque à des déposants et, hormis celles considérées comme ayant un caractère systémique, elles n'en font pas courir non plus au système financier dans son ensemble.

La définition de la réglementation applicable au *shadow banking system* devrait naturellement tenir compte des caractéristiques particulières à chaque marché.

En particulier, dans la mesure où l'Union européenne entend promouvoir un marché unique, il serait logique qu'un régime commun s'applique à toutes les entreprises non bancaires qui consentent des crédits, comme cela est déjà le cas pour d'autres activités financières, par exemple les services d'investissement ou de paiement. On peut même s'étonner que, jusqu'à présent, la Commission européenne n'ait pas pris d'initiatives en ce domaine, alors que le crédit assure, en Europe, une part prépondérante du financement de l'économie et que, dans tous les États membres, il n'est pas seulement accordé par des banques, mais aussi par des établissements se finançant par d'autres voies que des dépôts.

De ces réflexions sur le *shadow banking system*, trois conclusions principales peuvent ainsi être dégagées.

Avec l'innovation financière, il apparaît d'abord que les distinctions traditionnelles entre activités de banque, de marché et d'assurance ont en grande partie perdu leur pertinence. Une approche globale du système financier s'impose donc aujourd'hui. C'est bien en effet l'absence d'une telle approche globale qui explique à la fois l'émergence du *shadow banking system*, la rapidité de son développement, le délai mis à son identification et l'ampleur des risques qu'il fait naître pour l'ensemble du système financier.

Si chacun reconnaît désormais la nécessité de soumettre l'ensemble du système financier à une réglementation ou une surveillance appropriées, comme les chefs d'État et de gouvernement l'ont affirmé dès le premier sommet du G20, il reste à définir les normes applicables au *shadow banking*. Le CSF a proposé certains principes généraux en ce domaine, mais doit encore déterminer les règles précises.

Les autorités devront alors veiller à un juste équilibre entre deux préoccupations opposées : éviter des arbitrages réglementaires et répondre aux besoins de financement. Au moment où le crédit bancaire risque d'être restreint par les nouvelles exigences de fonds propres et de liquidité prévues par l'accord de Bâle III, il importe que le *shadow banking* puisse continuer d'être une voie alternative de financement pour l'ensemble des agents économiques, notamment des entreprises. Les règles applicables aux institutions qui distribuent des prêts sans collecter de dépôts ne devraient donc pas être systématiquement identiques à celles applicables aux banques traditionnelles.

NOTES

1. Ce terme semble avoir été utilisé pour la première fois dans son sens actuel par Paul McCulley, à l'époque directeur général de PIMCO, l'un des principaux gérants obligataires américains, lors de la conférence de Jackson Hole de 2007. Cette conférence, qui est organisée chaque année depuis 1978 par la Federal Reserve Bank of Kansas City, réunit des gouverneurs de banques centrales et des économistes.

2. Source : document de travail publié en juillet 2010 par la Federal Reserve Bank of New York, disponible sur son site : www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.html.
3. Source : Wikipedia, 8 décembre 2011.
4. Ces notes, respectivement datées des 12 avril 2011 et 27 octobre 2011, sont disponibles sur le site : www.financialstabilityboard.org/publications.
5. Traduction par l'auteur de la formule : « *The system of credit intermediation that involves entities and activities outside of the regular banking system* ».
6. Voir à ce sujet, l'article de l'auteur publié dans le volume 4 de l'*Année des professions financières* (2009) sous le titre « Qu'est-ce qu'une banque ? ».
7. Article 4 paragraphe 1 de la directive 2006/46/CE du 16 juin 2006, qui reprend une rédaction figurant déjà dans la première directive de coordination bancaire du 12 décembre 1977.
8. Dans de nombreux pays, ces obligations sont assorties d'une garantie sur les biens financés. Elles sont alors qualifiées d'obligations hypothécaires ou d'obligations foncières. Paradoxalement, les établissements qui accordent ces prêts sont eux-mêmes souvent appelés « banques hypothécaires », même s'ils ne collectent pas de dépôts et ne répondent donc pas à la définition traditionnelle des banques.
9. « *The shadow banking system may provide market participants and corporates with an alternative source of funding and liquidity.* »