

Université Libanaise
Faculté de Droit et des Sciences
Politiques et Administratives
Filière Francophone

« La Finance de l’Ombre Mise en Lumière »

Mémoire de fin de cycle
Pour l’obtention du Diplôme d’Etudes
Approfondies En Droit Interne et International des
Affaires

Préparé par
Abbas Mostapha Kabalan

Membres du jury :

Professeur Dina El Mawla

Directeur

Docteur Sabine de Kik

Membre

Professeur Habib Kazzi

Membre

2018

REMERCIEMENTS

Ces quelques mots ne sauraient rendre compte de l'importance de ceux qu'ils désignent, mais sans ceux-ci mon mémoire resterait inachevé.

Je tiens à remercier mes parents dont le sacrifice a pavé le chemin du savoir,

Mon encadrante, Professeur Dina el Mawla pour son infinie confiance,

Maitre Jihad Abbas, Monsieur Fadi Hawa et Demoiselle Huda Shour pour leur soutien continu et leurs contributions à mon mémoire.

Je tiens enfin à remercier l'ensemble du corps enseignant de la Filière Francophone de Droit.

Ma plume est loin d'être celle d'un poète et j'éprouve du mal à trouver mes mots, mais sachez que je vous suis infiniment reconnaissant, et que sans vous, cette œuvre n'aurait jamais vu le jour.

Table Des Matières

INTRODUCTION.....	1
PARTIE I: LE SHADOW BANKING, UN SYSTEME COMMUNICATOIRE	4
TITRE 1: LE SHADOW BANKING SYSTEM, UN MODE DE FONCTIONNEMENT PERNICIEUX	
.....	6
Chapitre 1: La qualité non bancaire des entités du Shadow Banking System.....	7
Section1: Les Shadow Banks à la lumière du droit libanais	8
Section 2 : Les Shadow Banks à la lumière du droit français.....	10
Section 3 : Les <i>Shadow Banks</i> à la lumière du droit étatsunien.....	13
Chapitre 2: Le <i>Shadow Banking System</i> : un mode de financement non- conventionnel a risque élevé.....	16
Section 1 : La forme simplifiée de la titrisation.....	18
Section 2 : La forme complexe de la titrisation	22
TITRE 2 : LES SUBDIVISIONS DU SHADOW BANKING SYSTEM.....	31
CHAPITRE 1: LES SOUS-SYSTEMES DU SHADOW BANKING SYSTEM.....	33
Section1 : Le sous-système des <i>Shadow Banks</i> sponsorisés par le gouvernement.....	33
Section 2 : Le sous-système des <i>Shadow Banks</i> Internes	37
Section 3 : Le sous-système des <i>Shadow Banks</i> externes.....	40
Chapitre 2: Les entités composant le Shadow Banking System.....	43
Section 1: Les fonds du marché financier	43
Section 2: les autres entités du Shadow Banking System.....	48
PARTIE II: LE SHADOW BANKING SYSTEM, UN SYSTEME QUI MENACE LE SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL	57
TITRE I : LE SHADOW BANKING SYSTEM, UN SYSTÈME EN ÉVOLUTION PERPÉTUELLE	
.....	58
Chapitre 1 : Le <i>Shadow Banking System</i> en croissance continue.....	59
Section 1 : La croissance globale continue du Shadow Banking System.....	60
Section 2 : La croissance continue des différentes entités du Shadow Banking System.....	68
Chapitre 2 : Le Shadow Banking System, une menace en continuel développement.....	77
Section 1 : Le développement des imbrications entre finance de l'ombre et finance conventionnelle	77
Section 2 : Le développement du Shadow Banking System virtuel	85

TITRE II : LE SHADOW BANKING SYSTEM A LA LUMIÈRE DE LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008.....	93
Chapitre 1 : le rôle primordial du <i>Shadow Banking System</i> dans la crise financière globale de 2008.....	94
Section 1 : L'approche superficielle de la crise de 2008	94
Section 2 : Le défaut structurel derrière la crise globale de 2008.....	105
Chapitre 2: Les réactions curatives des régulateurs après la crise de 2008	118
Section 1 : La réglementation financière au niveau national : le Dodd-Frank Act.....	118
Section 2 : La réglementation financière au niveau international.....	131
BIBLIOGRAPHIE.....	144

Liste des acronymes par ordre alphabétique

ABCP: Asset Backed Commercial Papers
ABCP: Asset Backed Commercial Papers.
ABS: Asset Backed Securities.
ACPR : l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.
AIG: American International Group
AMF : Autorité des Marchés Financiers.
ASF : Available Stable Funding.
BDL : Banque du Liban.
BS: Wall Street Investment House Bear Stearns.
CDO: Collateral Debt Obligations.
CDO: Collateralized Debt Obligation.
CDO: Collateralized Debt Obligations.
CDS: Credit Default Swap.
CFTC: Commodity Futures Trading Commission.
CIV : Collective Investment Vehicules.
CMC : Code de la Monnaie et du Crédit Libanais.
CNAV : Contant Net Value.
CP: Commercial Paper.
CRM: Comprehensive Risk Measure.
CRR: Capital Requirement Regulation.
CVA: Credit Value Adjustment.
CWFC: Country Wide Financial Corp.
DCCA: Division of Consumers and Community Affairs.
DGCCRF : Direction Générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes.
ETF : Exchange-Traded Fund.
FDIA: Federal Deposit Insurance Act.
FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.
FHC: Financial Holding Company.
FMM : Fonds du marché monétaire.
FSOC: Financial Stability Oversight Council.
GSE : Government Sponsored Enterprises.
HFR: Hedge Fund Research.
HQLA : Actifs liquides de haute qualité
ICI: Investment Company Institute.
ILC: Industrial Loan Company.
IRC: Incremental Risk Charge.
LCR: Liquidity Coverage Ratio.
LPFC: Limited Purpose Finance Companies.
MBS: Mortgage Backed Securities.
MCD : Maisons de Courtage Diversifiées.
MTN: Medium Term Note
MUNFI: Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation.
NSFR: Net Stable Funding Ratio.
OCR: Office of Credit Ratings.
OFR: Office of Financial Research.
PEF: Private Equity Funds.

REIT: Real Estate Investment Trust and Funds.
Repo : Repurchase Agreement.
ROE :Return on Equity
RSF: Required Stable Funding.
SIV : Structured Investment Vehicle.
SPV: Special Purpose Vehicle.
TCAA : Titres Courts Adossés à des Actifs.
TROR: Total Rate of Return Swaps.
TRS : Total Return Swap.
U.S.C: United States Code.
VaR: Value at Risk.
VLC : Valeur Liquidative Constante.
VLF: Valeur Liquidative Fluctuante.
VLR: Valeur Liquidative Réelle.
VNAV : Variable Net Asset Value.

Liste Des Termes Anglo-Saxon Par Ordre Alphabétique

App-Based Services : Services Financiers Basés Sur Les Applications.
Asset Manager: Gestionnaire d'Actifs.
Avalable Stable Funding: Financement Stable Disponible.
Breaking the Buck: Casser Le Dollar.
Brokerdealer's ABS Syndicate Desks : Bureaux Des Syndicats ABS Des Maisons
De Courtage.
Broker-Dealers: Courtiers.
Budget Reconciliation Process: Processus de Rectification Budgétaire.
Closed-End : Fonds Fermés.
Commercial Paper : Papier Commercial.
Counterparty Risk : Le Risque De Contrepartie.
Credit Enhancement : Rehaussement De Crédit.
Credit Hedge Funds : Fonds Spéculatifs.
Credit Insurance Providers/Financial Guarantors: Grands Financiers.
Credit Investment Funds : Fonds De Placement ou D'investissement.
Credit Rating Agencies: Agence De Notation.
Credit Risk : Risque Du Crédit.
Cyclic Sectors: Secteurs Cycliques.
Dutch Special Financing Institutions: Institutions Spéciales De Financement
Néerlandaises.
Enhanced Cash Funds: Fonds Monétaires Dynamiques.
Equity Funds: Fonds d'Investissement Privés.
Exchange Traded Funds: Fonds Indiciels Cotés En Bourse.
Facilitation Of Credit Creation : Facilitation De La Création De Crédit.
Finance Companies : Entreprises Financières.
Fixed Income Funds: Fonds À Revenu Fixe.
Foreign Exchange: Forex.
Global Shadow Banking Monitoring Report: Rapport Annuel De Suivi Du
Shadow Banking System.
Government Sponsored Enterprises : Entreprises Sponsorisées par Le
Gouvernement.
Information Insensitive Securities : Titres Insensibles A L'Information.
Institutional Investor: Investisseur Institutionnel.
International Reply Coupon : Coupons Réponses Internationaux.
Intraday: Liquidité Intra-Journalière.
Leveraged Loans : Prêt A Effets De Levier.
Loan Provisions That Depend On Short Term Funding: Fourniture De Prêts
Dépendants Du Financement À Court Terme.
Manager: Gérant.
Market Makers : Teneur De Marché.
Maturity Transformation: Transformation Des Echéances.
Medium Term Note : Bon A Moyen Terme.
Money Market Assets : Actifs De Marche Monétaire
Multi-Seller : Conduits Multi-Vendeurs

Net Stable Funding Ratio : Le Ratio Structurel De Liquidité A Long Terme.
Open-End : Fonds Ouverts
Originator: Initiateur.
Originator-Provided Credit Enhancement : Rehaussement du Crédit par l'Initiateur.
Other Shadow Banking Entities: Autres Entités Du Shadow Banking System.
Prime Brokerage Services : Services De Courtage Aux Fonds Spéculatifs.
Private Companies: Sociétés Privées.
Repos Sales and Repurchase Agreements: Des Pensions Livrées.
Repurchase Agreements : Pensions Livrées.
Retail Investor: Investisseur Individuel.
Return On Investment: Rendements
Risk Exposure : Exposition Au Risque.
Risk Of Prepayment: Risque De Paiement Anticipé.
Securities Broker-Dealers : Courtiers En Valeurs Mobilières
Securities Broking Services : Services De Courtage De Titres.
Securities Lending Subsidiary : Filiale De Prêt Sur Titres.
Securitization Entities : Entités De Titrisation
Securitization-Based Credit Intermediation -: Intermédiation De Crédit Basée Sur la Titrisation.
Servicer : Recouvreur
Set-Off Risk: Risque De Compensation.
Single-Seller : Conduits Mono
Sovereign Risks: Risques Souverains.
Structured Credit Enhancement : Rehaussement Structuré du Crédit.
Structured Investment Vehicle : Véhicules D'investissement Structurés
Taxable And Tax Exempt MMF : FMM Soumis Aux Impôts Et FMM Exempt D'impôts.
Third-Party Credit Enhancement : Rehaussement Du Crédit Par Un Tiers.
Trading Books: Livres des Traders.
Trust Companies: Sociétés Fiduciaires.
Trustee: Fiduciaire.
Unsecured Obligation: Obligation Non Garantie.
US Funding Corporations : Sociétés De Financement Américaines.
Warehousing: Stockage.
Wholesale Funding Market: Marché De Gros.

Introduction

“Le drame est né de toute cette ombre et de tout ce silence. Le secret est une fleur vénéneuse, un poison qui ronge et qui détruit à petit feu¹”.

Dans les coulisses du système financier mondial, exilé dans l’ombre du système bancaire traditionnel, fleuri un système bancaire parallèle, une finance dans l’ombre.

Avant même de chercher à définir cette dernière, il nous faut délimiter la sphère de l’environnement dans lequel elle prospère, à savoir le système financier international.

La notion de système financier, bien que couramment utilisée, est en elle-même une notion illusoire, encore plus lorsque nous parlons de système financier international. Les tentatives de définition de ce dernier sont abondantes et diversifiées, cependant une définition particulière semble s’intégrer parfaitement dans la lignée de notre analyse. Selon Joseph Stiglitz (1997) « le système financier est une partie de l’économie qui comprend toutes les institutions participants au transfert de l’épargne des épargnants (ménages et entreprises) vers les emprunteurs ainsi qu’au transfert au partage et à l’assurance des risques ». L’emploi de l’expression « toutes les institutions » fait tout l’intérêt de cette définition, les premiers établissements qui nous viennent à l’esprit basé sur la première réflexion sur la notion, ne représentent que le pic de l’iceberg, la part la plus considérable du système financier restant submergée dans l’ombre.

Le système financier international est donc une structure bien plus complexe qu’elle ne laisse croire, surtout lorsque l’on s’aventure dans les labyrinthes de l’ingénierie financière qu’est le *Shadow Banking System*.

En effet, le secret qui couronne cette finance fantôme, fait en sorte qu’il est difficile de lui attribuer une définition d’ensemble. Cependant, une définition assez satisfaisante, bien que générale, peut être empruntée au Conseil de stabilité financière : organisme qui regroupe les autorités financières et les instances de contrôle des principaux pays, ainsi que des institutions de finance internationale tel que le fond monétaire international et la banque mondiale. Ce conseil définit le système de *Shadow Banking*, ou système bancaire parallèle comme « Le système d’intermédiation du crédit impliquant des entités et des activités se trouvant potentiellement à l’extérieur du système bancaire ».

¹Noces de sel, Maxence Fermine.

Cette définition est bien trop large pour permettre de clairement tracer les limites du système bancaire parallèle. On pourrait même dire que le CSF en cherchant à être aussi compréhensif que possible dans son approche du *Shadow Banking System* a mis en place une définition bien trop envasée pour permettre quelque supervision ou réglementation de ce dernier. C'est à ce même problème que vont se heurter la majorité des tentatives de définitions de la finance de l'ombre dont la portée varie du trop envasée au trop restrictive. C'est ce caractère illusoire du système d'intermédiation non réglementée qui lui a mérité le nom de *Shadow Banking System* ou finance de l'ombre.

Le terme *Shadow Banking* est un terme assez récent. Il fait sa première apparition en 2007 dans un discours adressé par Paul McCulley lors du colloque financier annuel de la Banque de Réserve fédérale de *Kansas City à Jackson Hole*. Comme nous le verrons plus tard, ce n'est pas en vain que cette nomenclature fait son apparition à l'aube de la crise financière globale de 2008.

Cependant, il est crucial de relever que, quoique la terminologie soit récente, le concept d'accroissement de crédit par des institutions non réglementées date de 1935, alors que le concept de dettes prioritaires occultes revient au « *Statute of Bankrupt* » (1542) et à des jurisprudences telles que « *TWAYNE'S CASE* » (1961) en Angleterre et à « *Clow v. Woods* » (1819) aux Etats unis.

Le système de *Shadow Banking* est donc un système assez ancien mais ce n'est qu'après la crise de 2008, crise financière des subprimes, que ce système bancaire parallèle commence à gagner sa renommée. C'est en étudiant la crise financière, qu'on a commencé à comprendre que les fleurs vénéneuses et le risque de ce système occulte détériorent le système financier traditionnel, et ce n'est que très récemment que l'on s'est mis à rechercher des remèdes.

Nous n'avons jusqu'à nos jours pas réussi à appréhender l'étendue de ce système fantôme et ses sinistres, pas plus que les régulateurs sont parvenus à encadrer les risques qu'il présente.

Tout ce mystère qui entoure cette finance fantôme est, en fait une véritable menace, une sorte de bombe à retardement enfoui dans les labyrinthes du système bancaire traditionnel.

Pour réprimer une telle menace, il nous faut appréhender la place du *Shadow Banking System* dans le système financier mondial, ainsi que l'état du progrès par rapport à la réglementation claire et efficace de ce système inavoué ?

Il est indéniable, qu'à l'état actuel des choses, le système bancaire parallèle est un système comminatoire (I), dont le mode de fonctionnement non-conventionnel et l'évolution menacent le système financier international (II).

Partie I: Le Shadow Banking, un système comminatoire

Il n'est pas d'audace de commencer cette rédaction par dire que le *Shadow Banking System* est un système comminatoire. Au contraire, mieux vaut opter pour une approche directe et établir dès le début qu'en l'état actuel des choses les dangers que porte ce système dépassent de loin ses attributs, il n'y a lieu de dire autrement.

Ceci ne revient pas à nier à ce type de finance tout apport positif. Cependant les avantages financiers que peuvent apporter ces pratiques qui se développent dans l'ombre de la réglementation bancaire, ne peuvent nous séduire à tel point de nous pousser à tourner l'oreille sourde aux avertissements qui résonnent dans l'horizon.

Une première étude de ce système parallèle² permettrait à l'homme moyen³ de comprendre que le *Shadow Banking System* comporte de grands risques inhérents. On entend dire que les aléas générés par la finance de l'ombre lui sont innés et sont d'une telle évidence que nul ne pourrait les nier. Plus évidemment, ces risques sont la raison même pour laquelle ce type de finance reste dans l'ombre au lieu de jaillir au jour.

C'est ce mode de fonctionnement risqué qui fera l'objet de notre étude dans le premier titre qui suivra cette brève introduction.

Dans son traité militaire datant du 5^{ème} siècle, intitulé " L'art de la guerre ", Sun Tzu explique que même le militaire le plus éprouvé ne pourrait vaincre un ennemi qui lui est méconnu, qu'en s'aventurant dans des territoires inconnus il vaut mieux avancer avec précaution.

Bien que militaire dans l'essence, ce traité trouve très bien son application dans le monde de la finance internationale. En ce qui concerne notre mémoire, il faut de prime abord comprendre que le *Shadow Banking System* est un système ambigu qui met en jeu un grand nombre d'acteurs encore non-identifiés par les autorités de régulation. En effet, il n'y a aujourd'hui toujours pas de définition définitive ou de délimitation exhaustive du *Shadow Banking System*.

² Le système parallèle est le système qui se développe en dehors du système bancaire que l'on qualifie de conventionnel tout en gardant à l'esprit qu'un grand nombre d'interaction existe entre ces deux systèmes.

³ On entend par Homme moyen une personne ayant des connaissances moyennes en matière de finance internationale

Il va de soi que tant que ce système nous est méconnu, toute tentative de régulation ou d'analyse politique est vouée à l'échec.

C'est pourquoi nous allons dans notre deuxième titre, afin de clôturer notre première partie, tenter d'offrir une délimitation aussi complète que possible du *Shadow Banking System*.

Titre 1: Le Shadow Banking System, un mode de fonctionnement pernicieux

A l'heure actuelle, le *Shadow Banking System* demeure une notion difficile à définir. En cherchant à trouver une définition aussi exhaustive que possible, le Conseil de la Stabilité Financière est tombé dans l'ambiguïté en établissant une trop évasée pour “ permettre quelconque analyse politique⁴ ”. Elle permet tout de même d'opérer une distinction entre les banques commerciales et les *Shadow Banks*, non sur le fondement de leurs activités mais sur celui de la sphère dans laquelle progressent ces activités. Cette sphère que le CSF a définie comme ‘le secteur bancaire’ ajoutant ainsi à l'ambiguïté de la définition du *Shadow Banking System*.

En effet, le CSF ne définit pas d'une part la notion de système bancaire, dont les composants peuvent varier d'un pays à un autre selon sa législation interne.

D'autre part, en se référant à des activités menées en dehors du secteur bancaire, la définition du *Shadow Banking* semble distinguer entre deux entités parfaitement indépendantes, à savoir les institutions du *Shadow Banking System* et les banques.

L'introduction d'une telle frontière entre les entités constituant les deux systèmes n'est pas du tout pragmatique.

Les banques parallèles agissent comme des banques commerciales et s'engagent dans des activités d'intermédiation de crédits. Cependant, les entités qui constituent le système bancaire parallèle, n'ayant pas la qualité de banques, ne sont pas habilitées à recevoir des fonds du public (chapitre 1) et de ce fait ont recours à des techniques d'intermédiation qui leur sont propres afin d'accorder des crédits et de se refinancer (chapitre 2).

⁴ Fond Monétaire International, *Shadow Banking Economics and Policy*, 4 Décembre 2012, page 3.

Chapitre 1: La qualité non bancaire des entités du Shadow Banking System

L'appellation de '*Shadow Bank*' peut s'avérer trompeuse. En effet, bien que le terme 'banque' apparaisse dans leur appellation et que les entités du *Shadow Banking System*, à l'instar des banques commerciales, jouent un rôle dans l'intermédiation du crédit, les *Shadow Banks* n'ont pas pour autant la qualité de banques au sens conventionnel du terme. Il est donc naturel que, n'étant pas des banques, ces entités ne soient pas soumises à la réglementation bancaire traditionnelle. De ce fait elles n'ont pas de déposant au sens traditionnel du terme et ne bénéficient donc pas des prérogatives des banques⁵.

Concernant les dépôts, les banques commerciales jouent normalement un rôle d'intermédiaire entre un épargnant et une personne en besoin de financement. Elles recueillent des dépôts du public en vertu d'un contrat de dépôt, qu'elles redistribuent tant aux entreprises qu'aux individus suite à la conclusion d'un contrat de prêt ou de crédit⁶. Ces dépôts permettent aux banques d'accorder des crédits et de se refinancer par les intérêts versés sur les sommes prêtées.

La réception de fonds remboursables du public constitue un monopole appartenant aux seules banques. L'article L.311-1 du code monétaire et financier français dispose " les opérations de banques comprennent la réception de fonds remboursable du public ".

Ce monopole tient à une question de confiance. En effet un dépôt équivaut à un transfert de propriété des sommes fongibles du déposant à la banque, cette dernière n'étant tenue que d'une obligation de restitution du même montant dans les limites et conditions du contrat intervenu entre la banque et le client. C'est dans ce même souci de confiance que certaines législations ont établi des fonds de garantie pour protéger les déposants contre la perte de leurs dépôts.

Nous allons étudier trois législations issues de trois systèmes juridiques différents. Le choix d'étude des législations du Liban (pays de Droit Civil du Moyen-Orient), de la France (pays de Droit Civil d'Europe) et des Etats-Unis (pays de *Common Law* d'Amérique) n'est pas un choix aléatoire. Ce choix nous permettra de saisir les différentes

⁵Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

⁶BONNEAU, *Droitbancaire*, Montchrestien 9^eéd. 2010.

approches que chaque pays, et donc chaque système juridique, à adoptées concernant la notion de “ banques parallèles ”.

Section1: Les Shadow Banks à la lumière du droit libanais

Concernant le monopole de réception de dépôt, la législation libanaise semble être la plus simple et la plus directe. La loi № 234 du 10 juin 2000, relative à la profession d’intermédiation financière dispose que “ de manière exclusive, seules les banques et les établissement financiers enregistrés auprès de la Banque du Liban et les établissements d’intermédiation financière qui réunissent les conditions prévues dans cette loi, sont autorisés exercer une activité d’intermédiation au Liban ”.Le Code de la Monnaie et du Crédit Libanais (CMC) définit les banques dans l’article 121 comme étant“ des entreprises dont le but principal est d’utiliser pour leur propre compte les sommes déposées par le public pour faire des opérations de crédit ”.

Cet article, aussi simple qu’il puisse paraître, est à lui seul porteur d’ambiguïté. Le terme de “ but principal ” pourrait conduire à penser que certaines entreprises pourraient recevoir des fonds du public et les utiliser pour faire des opérations de crédit, sans pour autant avoir la qualité de banques, du simple fait qu’elles accomplissent ces opérations à titre secondaire.

Cependant, le législateur libanais intervient par le moyen de l’article 125 du même code, pour interdire clairement à toute personne physique ou morale n’exerçant pas la profession bancaire, et donc à toute personne n’ayant pas la qualité de banque, de recevoir des dépôts au sens de l’article 123 CMC, article qui soumet le dépôt bancaire aux dispositions de l’article 307 du Code de Commerce Libanais relatif aux prêts de consommation.

Les dispositions du CMC semblent être assez précaires surtout si l’on en vient à les comparer à d’autres législations internationales. Il faut néanmoins garder à l’esprit, pour ne pas tomber dans la critique aveugle, que la nature et la taille du marché financier libanais ainsi que le contrôle extensif, qu’il soit interne ou externe imposé par la Banque du Liban (BDL) sur les banques libanaises, rend le marché libanais, de façon générale, immunisé contre les méfaits du *Shadow Banking System* , phénomène dont témoigne la stabilité du système financier libanais face à la crise de 2008.

Le droit libanais est aussi pionnier en ce qui concerne le *Shadow Banking*. En effet l’article 178 du CMC, tel que modifié par décret №6102 du 5/10/1973, parle

d'établissements financiers dont le but principal est d'effectuer des opérations de crédit de toutes sortes dans les conditions établies par le même code aux articles 179, 180, 181 et 182.

L'article 179 du CMC, soumet les établissements financiers aux dispositions de l'article 125 du code de la monnaie et du crédit, article relatif au monopole de réception de fonds du public. C'est-à-dire que ces établissements ne sont pas habilités à recevoir des fonds du public.

Cette interdiction est réaffirmée l'alinéa 3 de l'article 7bis de la directive N°7136 du 22 octobre 1998, relative aux conditions de création et de fonctionnement des établissements financiers, qui dispose depuis sa modification par l'article 8 de la décision intermédiaire N° 10910 du 27 janvier 2012 (Circulaire Intermédiaire N° 290) qu'il est interdit à tous établissements financiers de recevoir des fonds de leurs clients à l'exception des chèques ou des virements. Cette interdiction inclut tous fonds reçus pour la création ou le recouvrement des marges. Ils ont néanmoins le droit de recevoir d'un seul client des fonds en liquide dont le montant mensuel ne dépassant pas les 10000\$ afin de rembourser les avances consenties par ces établissements y compris les opérations d'affacturage, ou pour effectuer, de manière secondaire, divers services qui ne comprennent pas l'intermédiation financière comme par exemple la gestion de propriété ou la domiciliation de factures de téléphone.

Afin de permettre aux établissements financiers de financer leurs opérations, l'alinéa 4 de l'article 179 du CMC dispose que les fonds suivants ne sont pas considérés comme reçus du public pour l'application des dispositions de l'article 125 aux institutions financières :

- a- Le capital, les fonds de réserve, les bénéfices reportés ainsi que les primes d'émission d'actions ;
- b- Les fonds que les établissements se procurent auprès des banques et d'autres établissements financiers ainsi que par l'émission de titres de créances.

Dans son texte original, l'article 179 alinéas 4 du CMC dispose :

لا تعتبر ودائع في تطبيق احكام المادة 125 على المؤسسات المالية العناصر التالية:
أ- رأس المال، اموال الاحتياط، الارباح المدورة، علاوة اصدار الاسهم.
ب- الاموال التي تستحصل عليها المؤسسات المالية عن طريق عملياتها مع المصارف والمؤسسات المالية الأخرى او عن طريق اصدار سندات دين.

Cet alinéa permet de distinguer deux sources de fonds pour les établissements financiers :

- Les sources internes représentées par le capital, les fonds de réserve, les bénéfices reportés ainsi que les primes d'émission d'actions.
- Les sources externes représentées par les fonds que les établissements se procurent auprès des banques et d'autres établissements financiers ainsi que par l'émission de titres de créances⁷.

De même, le même article 179 soumet les établissements financiers aux dispositions des articles, 127, 128, 130, 131, 143, 144, 145, 146 et 147, relatives aux conditions concernant l'agrément, la gouvernance et les obligations propres aux banques commerciales.

L'établissement financier peut donc être défini comme 'une entreprise qui effectue toutes sortes d'opération de crédit avec des fonds qui ne proviennent pas de dépôts publics⁸'.

Il paraît donc clairement que le contrôle exercé par la BDL sur les banques d'une part et sur les institutions financières d'autre part est très strict et assure la stabilité du système financier libanais et de son marché interne. Toujours est-il que la protection assurée par le contrôle continu de la BDL et par la nature même du marché financier libanais ne doit pas nous pousser à délaisser la législation bancaire, surtout le CMC, qui doit être continuellement mise à jour pour répondre aux besoins du marché financier international en évolution continue.

Section 2 : Les Shadow Banks à la lumière du droit français

Le droit européen, en l'occurrence le droit français est plus récent, de ce fait il est plus pragmatique. Le Conseil de l'Europe et le Parlement Européen ont pris en compte les leçons qui découlent des plus récentes crises et turbulences économiques et financières pour promulguer un nouveau paquet législatif dit CRD IV⁹. Ce paquet, entré en vigueur le 1 janvier 2014, comporte deux instruments légaux : le premier est le règlement (UE) N°575/2013 du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement européen, qui harmonise la notion d'établissements de crédit au niveau communautaire¹⁰ (CRR). Le deuxième est la

⁷Nasri Diab et Iyad Boustani, *la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes*, Delta, 2^eéd. 2003, p. 98.

⁸Nasri Diab et Iyad Boustani, *la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes*, Delta, 2^e éd. 2003, p. 97.

⁹ Capital requirement, CRD IV/CRR, frequently asked questions European Commission Memo Brussels, July 16th 2013.

¹⁰ BANQUE DE France, DIRECTION DES ENTREPRISES, Référentiel des Financements des Entreprises, fiche numéro 221 du 20/06/2014.

directive № 2013/36/EU du Parlement Européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD).

Nous allons nous limiter dans le cadre de cette étude aux modifications que cette nouvelle législation apporte au droit français, surtout au code monétaire et financier.

L'article L.511-5 du code monétaire et financier, tel que modifié par l'article 4 de l'ordonnance №2013-544 du 27 juin 2013, relative aux établissements de crédit et aux sociétés de financement, interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit de recevoir à titre habituel des fonds remboursables du public ou de fournir des services bancaires de paiement.

Avant sa modification par l'ordonnance de 2013, l'article L.511-1 interdisait à toute personne autre qu'un établissement de crédit de recevoir des fonds du public à vue ou à moins de deux ans de terme.

Nous notons ici que le droit français préfère parler d'établissements de crédit au lieu de personne exerçant une profession bancaire comme c'est le cas en droit libanais.

Comme nous l'avons mentionné auparavant, le CRR a harmonisé la définition des établissements de crédits au niveau communautaire. Depuis, ces établissements bénéficient d'un statut européen. Le droit français a transposé cette définition à l'article L.511-1 du code monétaire et financier, tel que modifié par l'article 1 de l'ordonnance № 2015-558 du 21 mai 2015 qui opère une distinction entre établissement de crédit et société de financement:

“ I. Les établissements de crédit sont les entreprises dont l'activité consiste, pour leur propre compte et à titre de profession habituelle, à recevoir des fonds remboursables du public mentionnés à l'article L. 312-2 et à octroyer des crédits mentionnés à l'article L. 313-1.

II. Les sociétés de financement sont des personnes morales, autres que des établissements de crédit, qui effectuent à titre de profession habituelle et pour leur propre compte des opérations de crédit dans les conditions et limites définies par leur agrément. Elles sont des établissements financiers au sens du 4 de l'article L. 511-21. “

Dans son ancien texte, l'article L.511-1 du code monétaire et financier dispose : “ les établissements de crédit sont des personnes morales qui effectuent à titre de profession habituelle des opérations de banque.

Les opérations de banque comprennent la réception de fonds du public, l'opération de crédit, ainsi que la mise à la disposition de la clientèle ou la gestion des moyens de paiement. “

Il existe en vertu de la modification par ordonnance de l'article L.511- 1 du code monétaire et financier deux catégories d'établissements du secteur bancaire par opposition à l'ancien article qui parle simplement d'établissements de crédits. D'une part, nous avons les établissements de crédits dont la définition est harmonisée au niveau communautaire par le CRR et qui sont habilités à recevoir des fonds du public. D'autre part, nous avons les sociétés de financement qui ne sont pas habilitées à recevoir des fonds du public et dont le statut et la définition relèvent des législations nationales¹¹.

Dans sa définition des sociétés de financement, l'article L.511-1 renvoi à l'alinéa 4 de l'article L.511-2 tel que modifié par l'article 1 de l'ordonnance N° 2015-558 du 21 mai 2015 qui dispose :

“ Dans la présente sous-section et pour l'application des dispositions relatives au libre établissement et à la libre prestation de services :

4. L'expression “ établissement financier ” désigne une entreprise, autre qu'un établissement, dont l'activité principale consiste à prendre des participations ou à exercer une ou plusieurs activités mentionnées aux points 2 à 12 et au point 15 de la liste figurant à l'annexe I de la directive 2013/36/UE, y compris notamment une compagnie financière holding, une compagnie financière holding mixte, un établissement de paiement au sens de la directive 2007/64/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement dans le marché intérieur et une société de gestion de portefeuille..... . “

Ces deux articles témoignent du pragmatisme du droit européen et par instance du droit français qui par Ordonnance N°2013-544 du 27 juin 2013 a introduit les modifications nécessaires au Code monétaire et financier pour permettre de mieux comprendre et appréhender la crise économique ainsi que de tracer les limites entre banque parallèle et banque commerciale.

¹¹ Banque de France, Direction de Entreprises,

Section 3 : Les *Shadow Banks* à la lumière du droit étatsunien

Aux Etats Unis, la définition de banque est offerte par le *Federal Deposit Insurance Act*(FDIA) entré en vigueur le 21 septembre 1950 et codifié au titre 12 du U.S.C.¹² Le FDIA est la législation qui gouverne la *Federal Deposit Insurance Corporation*, créée par le *Banking Act* de 1933 connue sous le nom de *Glass-Steagall Act* qui avait modifié le *Federal Reserve Act* de 1913 suite à la faillite de plusieurs banques dans les années 1920 à la lumière de la grande dépression.

Le droit américain distingue entre *Depository Institutions* ou institutions de dépôts (institutions dépositaires) et *Non-Depository Institutions* ou institutions non dépositaires. Selon le titre 12 U.S.C paragraphe 1813 (c), le terme institution de dépôts se réfère à toute banque ou *Savings Association*, alors que le terme *Insured Depository Institutions* se réfère à toute banque ou *Savings Association* dont les dépôts sont assurés par la FDIC.

“(c) Definitions relating to depository institutions

(1) Depository institution

The term “depository institution” means any bank or savings association.

(2) Insured depository institution

The term “insured depository institution” means any bank or savings association the deposits of which are insured by the Corporation pursuant to this chapter.”¹³

Les *Depository Institutions* sont donc des institutions financières légalement habilitées à recevoir des fonds du public sous forme de dépôts monétaires. Ces institutions regroupent les caisses d'épargne, les banques commerciales, les *Savings and Loans Associations* et les coopératives de crédit.

Les institutions de dépôts regroupent deux catégories d'institutions financières, d'une part les banques et d'autre part les *Savings Associations*.

Selon le titre 12 du U.S.C paragraphe 1813 (a) le terme banque se réfère à toute banque nationale ou *State Bank*, toute branche fédérale et branche assurée, il inclue de même toute *Savings Association* précédente.

L'appellation *State Bank*, quant à elle, se réfère à toute banque, association bancaire, compagnie *Trust*, caisse d'épargne, banque industrielle (ou toute institution de dépôt dont

¹² Titre 12 du United States Code U.S.C

¹³ [Source: Section 2[4(c)] of the Act of September 21, 1950 (Pub. L. No. 797), effective September 21, 1950, as added by section 113(c) of title I of the Act of October 15, 1982 (Pub. L. No. 97--320; 96 Stat. 1473), effective October 15, 1982, as amended by section 205(3) of title II of the Act of August 9, 1989 (Pub. L. No. 101--73; 103 Stat. 195), effective August 9, 1989]

le conseil d'administration opère généralement de manière similaire à une banque industrielle) ou toute autre institution bancaire qui s'engage dans l'activité de réception de dépôts du public, à l'exception des *Trust Funds*, constituée en vertu des lois d'un Etat fédéré des Etats-Unis ou qui opère sous le '*Code of Law for the District of Columbia*'.

Titre 12 de l'U.S.C paragraphe 1813 (a) :

"(1) BANK.--The term "bank"--

(A) Means any national bank and State bank, and any Federal branch and insured branch; and

(B) Includes any former savings association.

(2) STATE BANK.--The term "State bank" means any bank, banking association, Trust company, savings bank, industrial bank (or similar depository institution which the Board of Directors finds to be operating substantially in the same manner as an industrial bank), or other banking institution which--

(A) Is engaged in the business of receiving deposits, other than Trust funds (as defined in this section); and

(B) Is incorporated under the laws of any State or which is operating under the Code of Law for the District of Columbia, including any cooperative bank or other unincorporated bank the deposits of which were insured by the Corporation on the day before August 9, 1989.

(3) STATE.--The term "State" means any State of the United States, the District of Columbia, any territory of the United States, Puerto Rico, Guam, American Samoa, the Trust Territory of the Pacific Islands, the Virgin Islands, and the Northern Mariana Islands¹⁴."

Les *Savings Associations* ou caisses d'épargne, quant à elles, sont des institutions financières qui se spécialisent dans la réception de fonds du public et la gestion d'hypothèques (*Mortgages*) et autres types de prêts. Généralement, elles prennent la forme de mutuelles mais peuvent aussi être des sociétés anonymes.

¹⁴ [Source: Section 2[3(a)] of the Act of September 21, 1950 (Pub. L. No. 797; 64 Stat. 873), effective September 21, 1950, as amended by section 3(a) of the Act of August 1, 1956 (Pub. L. No. 896; 70 Stat. 908), effective August 1, 1956; section 910(a) of title IX of the Act of December 31, 1970 (Pub. L. No. 91--609; 84 Stat. 1811), effective December 31, 1970; section 103 of title I of the Act of December 26, 1981 (Pub. L. No. 97--110; 95 Stat. 1513), effective December 26, 1981; section 703(a) of title VII of the Act of October 15, 1982 (Pub. L. No. 97--320; 96 Stat. 1538), effective October 15, 1982; and section 204(a) of title II of the Act of August 9, 1989 (Pub. L. No. 101--73; 103 Stat. 190), effective August 9, 1989; section 8(a) (1) (A) of the Act of October 30, 2004 (Pub. L. No. 108-386; 118 Stat. 2231, effective October 30, 2004; section 8(a) (1) of the Act of February 15, 2006 (Pub. L. No. 109--173; 119 Stat. 3610), effective date shall take effect on the day of the merger of the Bank Insurance Fund and the Savings Association Insurance Fund pursuant to the Federal Deposit Insurance Reform Act of 2005; section 123(d) of title I of the Act of October 16, 2006 (Pub. L. No. 109--356; 120 Stat. 2029; section 725(d) of title VII of the Act of October 13, 2006 (Pub. L. No. 109--351; 120 Stat. 2002].

Selon le titre 12 U.S.C paragraphe 1813 (b) :

“(1) SAVINGS ASSOCIATION.--The term "savings association" means--
(A) Any Federal savings association;
(B) Any State savings association; and
(C) Any corporation (other than a bank) that the Board of Directors and the Comptroller of the Currency jointly determine to be operating in substantially the same manner as a savings association.
(2) FEDERAL SAVINGS ASSOCIATION.--The term "Federal savings association" means any Federal savings association or Federal savings bank which is chartered under section 1464 of this title.
(3) STATE SAVINGS ASSOCIATION.--The term "State savings association" means--
(A) Any building and loan association, savings and loan association, or homestead association; or
(B) any cooperative bank (other than a cooperative bank which is a State bank as defined in subsection (a)(2) of this section),
Which is organized and operating according to the laws of the State (as defined in subsection (a) (3) of this section) in which it is chartered or organized¹⁵.”

Les institutions non dépositaires, elles, sont des institutions qui jouent un rôle d’intermédiaire entre épargnant et emprunteur sans pour autant être habilitées à recevoir des fonds du public sous la forme de dépôt monétaire. Parmi ces institutions nous pouvons citer les compagnies d’assurance, les fonds de placement (*Investment Trust*), les fonds communs de placement (I) et les *Unit Trust*.

On trouve donc un rapprochement entre le droit américain et le droit européen. La notion d’institutions dépositaires se rapprochant de la notion d’établissements de crédit adoptée par l’article L.511-1 du code monétaire et financier français, après sa modification par l’article 1 de l’ordonnance № 2015-558 du 21 mai 2015. Et la notion de *Non-Depository Institutions* se rapprochant de la notion de société de financement.

La qualification non-bancaire des institutions qui composent le système de la finance de l’ombre n’est pas sans effet sur leur mode de fonctionnement. D’une part ces dernières ne peuvent pas, en cas d’urgence, emprunter aux réserves des banques centrales et d’autre part, prenant en considération l’interdiction faite aux banques parallèles de recevoir des dépôts du public pour financer leurs opérations de crédit, ces dernières ont développé un système de financement qui leur est propre et dont les risques sont très élevés.

¹⁵[Source: Section 2[3(b)] of the Act of September 21, 1950 (Pub. L. No. 797; 64 Stat. 873), effective September 21, 1950, as amended by section 204(b) of title II of the Act of August 9, 1989 (Pub. L. No. 101--73; 103 Stat. 190), effective August 9, 1989; section 363(1) (A) of title III of the Act of July 21, 2010 (Pub. L. No. 111--203; 124 Stat. 1550), effective July 21, 2010].

Chapitre 2: Le *Shadow Banking System* : un mode de financement non-conventionnel a risque élevé

Les banques parallèles comme les banques commerciales s'engagent dans ce que les économistes appellent la transformation des échéances (*Maturité Transformation*). Pour les banques commerciales, cela consiste à utiliser des dépôts, à court terme, pour financer des prêts à plus longues échéances¹⁶.

Comme les banques parallèles ne sont pas habilitées à recevoir des fonds du public, elles n'ont pas de fonds propres qui leur permettent de financer leurs opérations de crédit. Ce besoin de fonds propres a résulté en un système d'intermédiation du crédit à risque élevé. En effet, les banques parallèles empruntent pour l'essentiel des fonds à court terme dans le but d'acheter des actifs à plus longue échéance¹⁷.

L'intermédiation du crédit, qu'elle soit entreprise par une banque traditionnelle ou par une *Shadow Bank* repose sur quatre piliers :

- 1- La transformation des échéances : qui consiste à recueillir des fonds à court terme pour les placer dans des actifs à plus longue échéance.¹⁸
- 2- La transformation des liquidités : similaire à la transformation des échéances, et qui consiste à utiliser des engagements liquides pour acheter des actifs plus difficiles à écouler, tels que des prêts¹⁹.
- 3- L'effet de levier : technique qui consiste à recourir à l'endettement afin d'accroître la rentabilité d'un investissement²⁰. Cette technique permet à l'entreprise d'augmenter ses capitaux tant que les profits générés par l'investissement surpassent le coût de l'endettement.
- 4- Le transfert du risque de crédit : qui consiste à prendre le risque de défaut d'un emprunteur et à le transférer de l'émetteur de la créance à une tierce partie.²¹

¹⁶Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

¹⁷Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

¹⁸Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

¹⁹Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

²⁰ Esther Jeffers et Dominique Plihon, *Le shadow banking system et la crise financière, Cahiers français N° 375, p.51.*

²¹Laura E. Kodres, *Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.*

Traditionnellement, l'intermédiation du crédit se déroule au sein d'une même institution. Une seule banque joue le rôle d'intermédiaire entre épargnant et emprunteur. Cette technique de financement comporte beaucoup d'avantages par rapport à la technique de financement directe par laquelle l'épargnant prête directement à l'emprunteur²².

Le recours à un intermédiaire professionnel, généralement une banque, permet à l'épargnant de faire des économies d'échelle à plusieurs niveaux. Dont la réduction du risque lié au processus de sélection de l'emprunteur. Le recours à une banque permet à l'épargnant de bénéficier d'un portefeuille plus diversifié, c'est-à-dire d'avoir le choix entre plusieurs investissements différents et de faire un choix plus éclairé. Etant donné que la banque est un professionnel du domaine, elle est plus apte à évaluer les risques liés à chaque investissement. De plus le recours à un intermédiaire permet à l'épargnant de faire des économies concernant les risques et coûts de surveillance et de recouvrement de l'investissement.

L'intermédiation au sein du *Shadow Banking System* gravite autour de la titrisation et du financement en gros. Afin d'assurer l'intermédiation du crédit, les *Shadow Banks* utilisent une vaste gamme de techniques de financement et de titrisation²³. Ceci revient à transformer les opérations de crédit en titres négociables qui peuvent prendre plusieurs formes telles que les *Asset- Backed Securities*(ABS), les *Collateralized Debt Obligations* (CDO); chaque titre étant émis par une institution spécialisée.

En effet, contrairement à l'intermédiation opérée par les banques traditionnelles qui se déroule au sein d'une seule et même institution, l'intermédiation opérée par les *Shadow Banks* se déroule tout au long d'une chaîne où chaque *Shadow Bank* se spécialise dans une étape de l'intermédiation. C'est ce système en chaîne que l'on qualifie de *Shadow Banking System*. Bien que l'intermédiation au sein du *Shadow Banking System* s'opère par une vaste gamme de techniques telles que les repos et les prêts de titres. Nous allons focaliser l'attention dans ce mémoire sur la titrisation et envisager les autres techniques d'intermédiation du *Shadow Banking System* comme maillon intervenant dans la *chaîne* de titrisation.

Selon la banque de France la titrisation est une : ” Technique financière qui permet de convertir des créances inscrites à l'actif des établissements de crédit (par exemple des crédits hypothécaires) en titres négociables. Les créances sont rassemblées en blocs

²²Tobias Adrian et al., *Shadow Banking*, Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105), p. 157-158.

²³Tobias Adrian et al., « *Shadow Banking* », Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105), p. 157.

homogènes sur le plan de la durée et du risque. Ces blocs sont cédés à un fonds commun de créances dont on vend ensuite les parts à des investisseurs sous la forme d'obligations. Cela permet aux banques de réduire la taille de leur actif et mécaniquement leur ratio de solvabilité et de retrouver des marges pour accorder d'autres prêts. Le versement des intérêts et les remboursements en capital du fonds s'appuient sur les flux financiers générés par les crédits d'origine²⁴. “ Nous allons envisager dans ce qui suit le processus de titrisation dans sa forme simplifiée (Section 1) afin de pouvoir ensuite mieux élaborer la forme plus complexe de cette technique financière (Section 2).

Section 1 : La forme simplifiée de la titrisation

Dans sa forme la plus classique ce processus d'intermédiation qu'on nomme la titrisation comporte deux étapes²⁵, la première consiste en un transfert de créances ou d'actifs générateurs de revenus par un cédant ou initiateur à une entité juridique indépendante, ou entité à vocation spéciale EVS (*Special Purpose Vehicle*²⁶). En France, cette entité prend la forme d'un fond commun de créance. Ce transfert de propriété résulte en une séparation juridique et comptable entre le cédant et l'actif cédé, permettant ainsi d'évaluer la valeur de ce dernier indépendamment de tout rapport avec le cédant. Quant à la deuxième étape, elle consiste en l'émission par l'EVS de titres représentant les actifs cédés pour les vendre à des investisseurs sur le marché financier.

Contrairement à l'intermédiation bancaire, où l'intermédiaire reste tenu du risque du crédit, dans une opération de titrisation le risque du crédit est transmis de l'émetteur à l'investisseur qui supporte à lui seul le risque de défaillance de l'emprunteur initial et donc du non recouvrement de la créance.

La titrisation est donc une opération de mobilisation des créances consistant à transformer des créances ou des actifs au sens large, en titres incorporant les droits qu'ils constatent. Une telle opération met en jeu trois acteurs principaux, un initiateur (cédant), un émetteur (cessionnaire) et un investisseur.

Dans une opération de titrisation une société qu'on appelle initiateur ou cédant, détentrice de créance ou d'actifs générateurs de revenus, regroupe les actifs qu'elle souhaite sortir

²⁴Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire.

²⁵Andreas Jobst économiste au département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, « Qu'est-ce que la titrisation? », Finances & Développement, Septembre, 2008.

²⁶Au Liban ce terme anglais apparaît dans la loi 430 du 6 juin 2002, relative à l'ouverture des comptes de gestion de service et des réductions de la dette publique et d'autre compte pour les opérations de titrisation.

de son bilan dans ce qu'on appelle un portefeuille de référence. Elle vend ces actifs à un EVS qui va les incorporer dans des titres négociables pour les revendre à des investisseurs sur le marché des capitaux afin de financer leur acquisition. Les investisseurs reçoivent paiement de leur investissement au taux fixé dans l'accord intervenu avec l'émetteur, ce taux pouvant être fixe ou flottant. Généralement, l'initiateur récolte le paiement des emprunteurs initiaux et le transmet moyennant commission dans un compte fiduciaire qui sert pour repayer les investisseurs²⁷.

Il existe donc deux volets de l'opération de titrisation, d'une part une cession d'actif qui se fait par une convention de cession qui intervient entre le cédant et un gestionnaire agissant en le nom et pour le compte de l'EVS. Et d'autre part une émission de titre par l'EVS.

La cession d'actif du cédant au cessionnaire doit être parfaite c'est-à-dire que la transmission de la propriété de l'actif doit être définitive et dépourvue de toute possibilité ou obligation de rachat ou de reprise²⁸.

Dans les pays de tradition Anglo-Saxonne on parle de *True Sale*, notion qui suppose la réunion de trois conditions²⁹ (*Conditions for Sale Treatment*):

- 1- L'actif cédé doit être juridiquement et comptablement isolé du cédant ;
- 2- Le cessionnaire doit pouvoir librement disposer de l'actif cédé qui passe du bilan du cédant l'actif du bilan du cessionnaire ;
- 3- La cession doit être dépourvue de toute possibilité ou obligation de rachat ou de reprise.

Il découle des trois conditions de la cession parfaite que l'actif cédé doit être immunisé à l'égard du cédant. Cette immunisation comporte deux aspects : l'immunisation à l'égard du cédant d'une part, et l'immunisation à l'égard de ses créanciers de l'autre. Aucun d'eux ne doit être capable de réclamer des droits sur l'actif cédé.

Concernant l'immunisation de la cession à l'égard du cédant, alors que les options de rachats ou de retrait sont ipso facto exclues dans le cadre de la cession parfaite, cette dernière est toujours susceptible de dissolution du contrat de cession d'actif pour vice de consentement conformément aux dispositions du droit commun. Dans le cas où l'annulation ou la résolution sont prononcées, le contrat est anéanti rétroactivement,

²⁷Andreas Jobst économiste au département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, « Qu'est-ce que la titrisation »? , Finances & Développement Septembre 2008.

²⁸Nasri Diab et lyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marches émergentes, Delta, 2 e édition, 2003, p.261.

²⁹ Salomon Smith Barney, Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, 2001 p.75.

l'actif cédé étant restitué au cédant en contrepartie de la restitution des sommes versées par le cessionnaire.

Quant à l'immunisation de la cession à l'égard des créanciers du cédant, celle-ci consiste en la protection des actifs cédés contre les sûretés et les saisies, les actions pauliennes et surtout la faillite du cédant. L'article 29 de la loi №705 de 2005 offre un exemple de cette protection en disposant que la cession de créances, qui a lieu conformément à la section IV de la présente loi, ne peut être annulée en raison de l'insolvabilité ou de la faillite de l'initiateur, ou quand une liquidation volontaire ou judiciaire a lieu.

Cette immunisation concerne aussi l'EVS qui doit être lui-même autant que possible protégé contre la faillite. Ceci est apparent dans la terminaison anglo-saxonne de *Bankruptcy-Remote Special Purpose Vehicle* ; cette immunisation est de plus garantie par l'interdiction faite à l'EVS "d'exercer d'autres activités opérationnelles que celle de la détention de l'actif titrisé et d'avoir d'autres passifs que le financement correspondant à la titrisation."³⁰

Quand la cession d'actif est parfaite, l'EVS émet des titres représentatifs des actifs transmis qu'il va vendre à des investisseurs pour financer ses activités. Ces titres seront étudiés de manière plus approfondie dans la section suivante.

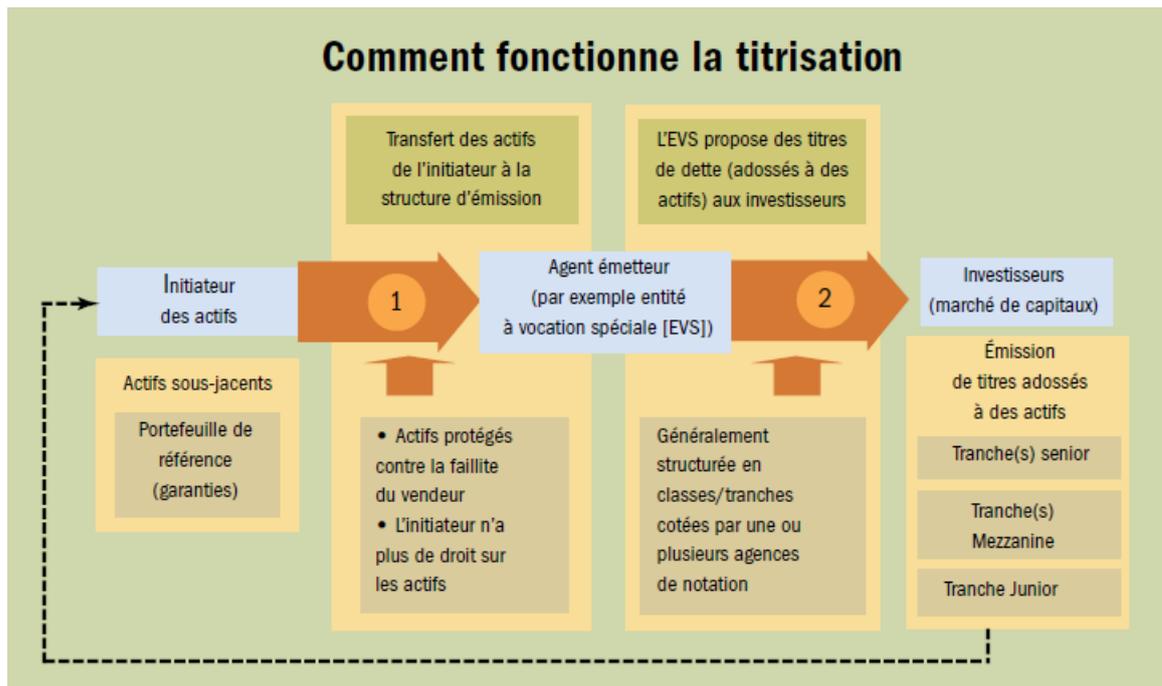
Nous allons nous contenter, dans ce qui suit, d'énumérer les caractéristiques générales de ces titres. Les titres émis par l'EVS sont des valeurs mobilières négociables émis en "stock homogènes"³¹, mais ils sont surtout des produits dérivés. C'est-à-dire qu'il s'agit de titres qui portent sur les variations de valeur d'un actif sous-jacent plutôt que sur l'actif lui-même³². Donc, des titres représentatifs d'un actif sous-jacent, ils représentent plus précisément les variations de valeur de ces actifs sous-jacents.

³⁰Nasri Diab et Iyad Boustani, *la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes*, Delta, 2^e édition, 2003, p.295 et Kergommeaux et Van Gallebaert, *la titrisation d'actifs immobiliers*, Bulletin Joly Bourse, p.184.

³¹Bonneau et Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd. 2010.

³²Mathieu et d'Herouville, *Les dérivés de crédit*, Economica, 1998, p.135.

Le schéma ci-dessous résume le procédé simplifié de la titrisation.



“ Qu’est-ce que la titrisation ”? –Andreas Jobst économiste au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Au Liban, il existe une loi organique qui organise la titrisation, c’est la loi N° 705 du 9 décembre 2005. Cette loi organisant la titrisation des actifs dispose à son deuxième article que la titrisation est le processus financier résultant de la cession d'actifs, par le cédant à une entité juridique établie à cet effet, conformément aux dispositions de la présente loi, avec ou sans l'aide d'un intermédiaire financier. Selon l’article premier de cette même loi, on entend par actif tous biens financiers, corporels ou incorporels, mobiliers ou immobiliers, qui font partie du patrimoine du cédant, y compris les créances.

Il faut noter que même en absence de loi relative à la titrisation, cette dernière reste possible au Liban en vertu des dispositions du Code des Obligations et des Contrats³³ surtout celles des articles 280 et suivant relatifs à la cession de créance ou sur le fondement de la loi du 9 juin 1996 relative au développement du marché financier et des contrats fiduciaires. À savoir qu’au Liban l’EVS peut être un fiduciaire, ou un fond commun de placement, l’essentiel étant le transfert du risque³⁴.

³³Abdel-Malak et Abou Chacra, La titrisation une technique financière prometteuse, Bulletin Interne de l’Association des Banques du Liban, p.72.

³⁴Nasri Diab et Iyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes, Delta, 2 e édition, 2003, p.190–191.

Le droit français s'avère moins généreux que le droit libanais. La loi française du 23 décembre 1998, relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, ne permet que la titrisation de créances et ne parle pas de la titrisation d'actifs.

Selon cette loi, un fond commun est constitué à l'initiative d'une société chargée de gérer le fond commun et de la société qui cède ses actifs. À l'origine, seuls les établissements de crédit et la caisse des dépôts et consignation pouvaient recourir à la titrisation, cependant, depuis une loi du 2 juillet 1998 toute entreprise peut recourir à la titrisation. L'approche simplifiée de la titrisation donne une idée générale de cette technique d'intermédiation, cependant le processus de titrisation est bien plus complexe et technique.

Section 2 : La forme complexe de la titrisation

Dans sa forme plus complexe, l'intermédiation dans le *Shadow Banking System* se déroule selon un processus en chaîne composé de sept étapes. L'intermédiation s'opère dans un ordre strict où chaque *Shadow Bank* réalise un type d'opération précis selon une technique de financement particulière. Toute titrisation ne passe pas par chacune des sept étapes et rien n'interdit que certaines chaînes d'intermédiation comportent des étapes supplémentaires³⁵. Cependant toute titrisation doit commencer par la création d'un prêt et finir par le financement de gros (première et septième étapes) :

1- La première étape est la création de prêts dans laquelle une société, l'initiateur, qui a accordé des crédits à un ou plusieurs emprunteurs, va regrouper des prêts de même nature en un lot de prêts afin de les sortir de son bilan en les transmettant à une entité financière indépendante.

L'initiateur peut être une banque, dans ce cas le prêt sera financé par des dépôts bancaires, comme il peut être une société financière, dont le prêt sera alors financé par un papier commercial (*Commercial Paper*) ou un bon à moyen terme (*Medium Term Note*) ou un repos (*Repurchase Agreement*).

Le papier commercial est l'équivalent d'un billet de trésorerie³⁶. C'est une obligation non garantie (*Unsecured*) à court terme émise par une société en besoin de financement. En contrepartie des sommes versées par un investisseur, la société émet un titre négociable

³⁵Tobias Adrian et al., « Shadow Banking », Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105), p.169.

³⁶Actufinance, Définition, Papier Commercial, <http://definition.actufinance.fr/papier-commercial-877/>.

qu'on appelle papier commercial. L'investisseur est remboursé de sa contribution selon les modalités de l'accord intervenu entre les deux parties. Cette technique permet à la société de satisfaire ses besoins de financement en évitant les charges du prêt bancaire.

2- La deuxième étape est le stockage des prêts qui se fait par le biais d'entités que l'on nomme " conduit ".

Le conduit est une entité à vocation spéciale (EVS) distincte de l'initiateur c'est-à-dire que les actifs et passifs de l'EVS n'apparaissent pas dans l'état financier consolidé de l'initiateur.

Les Conduits (d'ABCP) sont des : " Véhicules de titrisation hors-bilan dont l'objet est de refinancer des actifs bancaires variés par des billets de trésorerie d'une maturité inférieure à un an³⁷. "

On distingue quatre types de conduits qui émettent des ABCP.

- a- Les conduits mono (single-seller), où les titres sont achetés d'un seul initiateur. Dans ce type de conduits, c'est le cédant qui joue le rôle de sponsor pour se procurer un mode de financement alternatif.
- b- Les conduits multi-vendeurs (*multi-seller*), où les titres sont achetés de plusieurs sociétés émettrices. Dans ce type de conduit, le cédant est généralement une banque qui cherche à offrir des alternatives de financement à ses clients.
- c- Les *Securities Arbitrage Conduits*, comme les conduits multi-vendeurs, sont des conduits généralement mis en place par une banque. Cependant, la raison derrière ces conduits est différente. En sponsorisant de tels véhicules, la banque cherche à contourner la régulation bancaire, libérer le capital réglementaire et satisfaire aux ratios de solvabilité. C'est ce qu'on appelle *Regulatory Arbitrage*.
- d- Les véhicules d'investissement structurés (*Structured Investment Vehicle SIV*), les SIV sont une sous-famille des conduits ABCP. Ces véhicules émettent des CP et des MTN pour ensuite investir dans des actifs " AAA " ou " AA " à plus long terme. Les SIV se distinguent par le fait que leur garantie de liquidité ne dépasse pas les 20% du montant de l'émission et qu'ils sont moins régulés que d'autres véhicules d'investissement. Ceci rend leur création et leur fonctionnement plus facile et moins coûteux.

Le choix de la structure du conduit va dépendre du but recherché par l'initiateur.

³⁷Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire..

Les conduits vont acheter les actifs de l'initiateur et leur adosser des titres négociables afin de les revendre à des investisseurs. Ces titres négociables seront évalués par des agences de notations (*Credit Rating Agencies*) qui divisent les titres en tranches. Les titres les plus risqués considérés comme les moins sûrs sont les plus rémunérés afin d'attirer les investisseurs, les titres les plus sûrs seront, eux, moins rémunérés. Il existe donc une proportion inverse entre la qualité du titre et l'espérance de gain. Pour l'investisseur, la notation joue un double rôle : d'une part, elle constitue une garantie de la qualité du portefeuille dans lequel il investit. D'autre part, elle répond à son droit d'information. L'investisseur n'ayant ni la volonté ni les moyens de mener à terme son obligation de 'due diligence'³⁸, surtout du fait du besoin de célérité dans les relations commerciales, a tout intérêt à recourir à une agence de notation³⁹.

Dans son évaluation de l'opération de titrisation, l'agence de notation s'intéresse aussi bien à la qualité des pools d'actifs qu'à la qualité de l'initiateur contre lequel les actifs sont immunisés. Principalement, l'agence de notation s'intéresse à la qualité des actifs sous-jacents, à la solvabilité de l'initiateur avant le transfert, durant la période suspecte, et à l'analyse de la structure légale de l'opération⁴⁰. Cette dernière concerne, d'une part, l'exécution des obligations et l'absence de risque et de responsabilité légale de l'EVS. D'autre part, l'agence de notation s'intéresse aux risques liés à la taxation (*Tax Risks*), à la constitution légale du EVS (*Clean and Prior Title to Securitized Structure*), au risque de compensation (*Set-Off Risk*), au risque de paiement avant échéance (*Risk of Prepayment*), à la notation d'autres parties participants au processus de titrisation, (*Rating of Connected Parties*), à la notation de l'administrateur (*Servicer or Administrator Ratings*), aux risques souverains (*Sovereign Risks*) ainsi qu'aux clauses contractuelles de l'initiateur (*Executor Contractual Clauses*)⁴¹.

La notation se fait sur la base du maillon le plus faible, c'est-à-dire que l'ensemble de la chaîne de titrisation va porter la notation de son maillon le plus faible.

³⁸ Terme Anglo-Saxon qui signifie l'obligation de vigilance imposée à l'investisseur et qui trouve sa source dans le principe romain 'caveat emptor'.

³⁹ Nasri Diab et Iyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes, Delta, 2^e édition, 2003, p.190-191.

⁴⁰ Talal Bijjani, Securitization the innovative financial tool, p.69-70 et Nasri Diab et Iyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes, Delta, 2^e édition, 2003, p.194

⁴¹ Talal Bijjani, Securitization the innovative financial tool, p.69-72

Il existe cependant des procédés qui permettent d'obtenir des notations plus élevées par le rehaussement de crédit (*Credit Enhancement*). On distingue trois techniques de rehaussement de crédit⁴² :

1- Le rehaussement du crédit par l'initiateur (*Originator-Provided Credit Enhancement*) :

Ce mécanisme de rehaussement peut prendre la forme de :

- *Excess Spread* : Mécanisme où les sommes qui reviennent à l'initiateur sont conservées dans un compte tenu par le SPV pour compenser de futures pertes ;
- *Cash Collateral* : Mécanisme où l'initiateur met des fonds à la disposition du SPV pour supporter les pertes soit sous la forme d'un compte de réserve soit sous la forme de prêts ;
- *Credit Enhancing Interest-Only (IO) Strip* : Mécanisme où l'initiateur investit dans des titres OI qui remboursent des intérêts sans le principal et renonce à son droit aux intérêts pour protéger les investisseurs contre de futures pertes ;
- *Overcollateralization* : Mécanisme où l'initiateur transmet les actifs au SPV à une valeur inférieure à celle du marché, la marge de différence servant de rehaussement de crédit pour les investisseurs.

2- Le rehaussement structuré du crédit (*Structured Credit Enhancement*) :

Ce mécanisme de rehaussement suppose la répartition des actifs en tranches : Senior, Mezzanine et Junior. Il existe une proportion inverse entre la qualité du titre et l'espérance de gain.

3- Le rehaussement du crédit par un tiers (*Third-Party Credit Enhancement*) :

Ce mécanisme de rehaussement se caractérise par une garantie bancaire ou d'entreprise. Bien qu'il existe plusieurs agences de notation ayant chacune son propre modèle de notation, ces modèles sont " parfaitement symétriques⁴³". Ce qui veut dire qu'il existe un standard international pour la notation, qui consiste à représenter le risque par des lettres assorties d'une précision sous forme de chiffre allant de 1 à 3 ou de signes " + " ou " - ". Parmi les agences de notation les plus notoires, nous trouvons *Moody's Investors Service & Poor's* dont nous allons envisager le modèle de notation⁴⁴.

Adapté de Moody's Investors Service et Standard & Poor's.

⁴²Talal Bijjani, *Securitization the innovative financial tool*, p.96-100

⁴³Nasri Diab et Iyad Boustani, *la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes*, Delta, 2^e édition, 2003, p.197.

⁴⁴Le modèle de notation pour les instruments financiers à long et moyen terme diffère de celui des instruments financiers à court terme.

	MOODY'S	Standard & Poor's	
Grade d'investissement	Aaa	AAA	<i>Senior Trench</i> , c'est la notation la plus élevée et la plus sûre, le débiteur a toute la capacité de payer le principal avec les intérêts.
	Aa	AA	Qualité supérieure moyenne, la distinction avec la <i>Senior Trench</i> est très délicate. Le débiteur a une très grande capacité de rembourser le principal avec les intérêts et une bonne protection des actifs.
	A	A	Qualité supérieure moyenne plus susceptible au changement de circonstances, cependant, le débiteur a toujours la capacité de repayer le principal, les intérêts et une bonne protection des actifs.
	Baa	BBB	Qualité moyenne, une protection adéquate des actifs, cependant, l'obligation est susceptible aux risques du crédit en cas de changement de circonstances qui pourrait affaiblir la capacité de remboursement du débiteur.
Spéculatif	Ba	BB	Qualité spéculative, protection modeste des actifs et très faible capacité de remboursement, très susceptible au changement de circonstances. Tranche la moins spéculative.
	B	B	Qualité spéculative, haut risque du crédit, cependant, le débiteur a toujours la capacité de rembourser.
	Caa	CCC	Qualité très spéculative, soumise à un haut risque du crédit, actuellement vulnérable au défaut de paiement dépendant des circonstances.
	Ca	C	Qualité extrêmement spéculative, pour Standard & Poor's le défaut est virtuellement inévitable, pour Moody's le débiteur est très proche du défaut, ou en défaut de paiement avec une possibilité de recouvrement.
	C	C	Le plus haut degré de spéculation.
		D	En défaut de paiement.

Revenant au stockage de prêts ce dernier est financé par des titres négociables adossés à des actifs (*Asset Backed Commercial Papers ABCP*). Les ABCP sont des papiers commerciaux ayant une maturité maximum d'un an (généralement moins de 270 jours). Contrairement aux papiers commerciaux traditionnels qui restent non garantis, les ABCP sont garantis par des actifs, et donc la valeur réelle de l'ABCP va dépendre de la valeur de l'actif sous-jacent.

Selon la banque de France, un ABCP est un : « Titre de créance négociable dont le paiement des intérêts et du principal provient des flux de trésorerie d'un portefeuille d'actifs sous-jacents. »

3- La troisième étape est l'émission d'ABS. Cette étape consiste à regrouper (*Pooling*) et à structurer des ABCP en *Asset Backed Securities* ABS. Dans cette étape, les ABCP

sont regroupés et structurés en titres que l'on nomme les valeurs mobilières adossées à des actifs (*Asset Backed Securities* ABS).

Les ABS sont des “ titres représentatifs d'un portefeuille d'actifs financiers hors prêts hypothécaires et dont les flux sont basés sur ceux de l'actif ou du portefeuille d'actifs sous-jacents. Il s'agit de la forme la plus courante de produits titrisés⁴⁵ ”. Les ABS se distinguent donc des *Mortgage Backed Securities* par le fait qu'ils sont financés hors prêt hypothécaire, c'est-à-dire que les actifs constituant le portefeuille sous-jacent aux ABS ne peuvent être hypothécaires.

Le *Pooling* et la structuration des ABCP en ABS se font par les *desks* des syndicats ABS des maisons de courtage (*BrokerDealer's ABS Syndicate Desks*). C'est à ce niveau qu'apparaissent les premiers titres négociables.

4- La quatrième étape est le stockage (*Warehousing*) des ABS. Ce stockage se fait par le moyen des livres des traders (*Trading Books*) qui sont des portefeuilles d'instruments financiers détenus par un courtier ou une banque. Le financement du stockage se fait par le moyen des pensions livrées (*Repos Sales and Repurchase Agreements*), les dérivés de crédit sur transfert de rendement (*total return swap TRS*) ou des conduits hybrides (*TRS/repos*)⁴⁶.

Selon la Banque de France, “ la mise en pension est l'opération par laquelle le cédant vend à une contrepartie, le cessionnaire, des valeurs, les deux contreparties s'engageant respectivement et irrévocablement, la première à reprendre les titres et la seconde à les rétrocéder, pour un prix et à une date convenue à l'avance. Cet instrument permet à des investisseurs (trésoriers de banque, gérants de fonds), dans le cas d'une mise en pension, de refinancer à court terme des titres détenus en portefeuille. La prise en pension, réciproquement, assure à des investisseurs une rémunération de fonds disponibles sur des périodes courtes, généralement inférieures à un an, en bénéficiant d'une garantie⁴⁷. ”

L'opération de pension livrée est donc composée de deux opérations. Dans un premier temps, nous avons une cession de titre en vertu de laquelle un cédant cède temporairement des titres à un cessionnaire en contrepartie d'un financement du montant de la valeur nominal des titres. Dans un deuxième temps et à l'échéance prévue, le cédant rachète ses

⁴⁵ Banque de France, Politique Monétaire, Service a La Place Bancaire et Financière, Le Marché de la Pension Livrée.

⁴⁶ Tobias Adrian et al., *Shadow Banking*, Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105), p.166.

⁴⁷ Banque de France, Politique Monétaire, Service a La Place Bancaire et Financière, Le Marché de la Pension Livrée.

titres au cessionnaire en lui remboursant la somme prêtée moyennant intérêt, et appel de marges, au cas où le prix des titres aurait fluctué.

Les swaps sur le rendement total ou total rate of return swaps (TROR) sont des : « contrats par lesquels deux contreparties s'échangent les flux représentant, pour l'établissement vendeur de risque, la rémunération de l'actif, majorée, le cas échéant, de son appréciation, contre, pour l'investisseur acheteur de risque, une prime périodique, majorée, le cas échéant, de la dépréciation de l'actif⁴⁸ » c'est-à-dire que la banque, ou l'initiateur, va transmettre au véhicule le risque de l'actif et non pas l'actif lui-même.

5- La cinquième étape est le regroupement et la restructuration des ABS en CDO *Collateralized Debt Obligation*.

D'après la banque de France, les CDO sont des : " Titres de dettes émis par des véhicules de titrisation et composés de plusieurs titres (ABS, CDO ou obligations), ayant la propriété de rendre liquides des titres qui ne le sont pas spontanément⁴⁹."

Une banque commerciale va vendre des actifs générateurs de revenus (comme des prêts par exemple) à une institution spécialisée qui va les regrouper en un produit financier structuré que l'on nomme le CDO avant de le revendre à des investisseurs.

Les actifs sous-jacents vont servir de garantie pour le CDO, d'où l'appellation *Collateral Debt Obligation*.

Le terme collatéral se réfère à des " Actifs transférables ou garantie apportée, servant de gage au remboursement d'un prêt dans le cas où le bénéficiaire de ce dernier ne pourrait pas satisfaire à ses obligations de paiement⁵⁰."

Le paiement du principal et des intérêts fait à la banque, en vertu des prêts initiaux, est utilisé pour payer les différents acteurs de la chaîne.

6- La sixième étape est l'intermédiation d'ABS. Ce traitement est opéré par des *Limited Purpose Finance Companies* (LPFC), des SIV, des conduits d'arbitrage sur titre et des *Hedge Funds*.

Selon la banque de France, les *Hedges Funds* sont des : " Fonds d'investissement non cotés à vocation spéculative qui visent un objectif de rendement absolu et qui disposent

⁴⁸Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 8eme édition, 2007, p.18

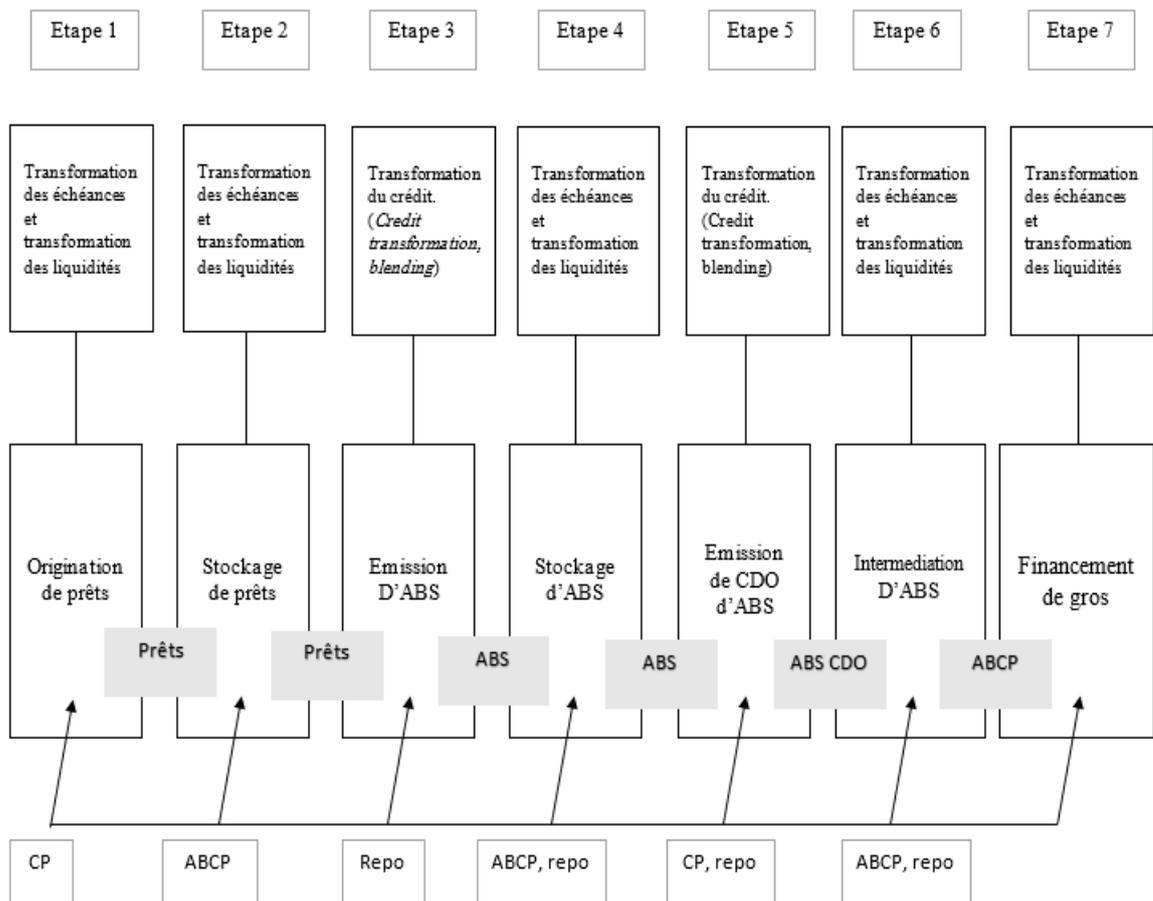
⁴⁹Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire.

⁵⁰Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire.

pour ce faire d'une grande liberté de gestion »⁵¹. Ces fonds d'investissement spéculent sur des actifs à risque élevés en espérant faire des gains.

7- La septième étape concerne le financement de toutes les activités mentionnées. Le financement de toutes ces activités se fait sur le marché de gros (*Wholesale Funding Market*), c'est-à-dire par un mode de financement qui diffère du mode de financement des banques commerciales. Au lieu de recourir au dépôt comme source de financement, le financement sur le marché de gros se fait grâce à des apporteurs de fonds, comme les fonds monétaires ou les investisseurs directs.

Le schéma ci-dessous résume les 7 étapes d'intermédiation du crédit dans le cadre du *Shadow Banking System*.



Adapté de Pozsar et al. (2012)[Notre Traduction]

⁵¹Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire.

L'analyse du mode de fonctionnement du *Shadow Banking System* révèle l'existence d'un grand nombre d'entités distinctes qui opèrent selon différentes modalités, dans le cadre d'un système hétérogènes pouvant prendre différentes formes selon les besoins du marché financier en question et l'intérêt économique recherché. D'où la nécessité d'envisager les différentes subdivisions de ce système fantomatique.

Titre 2 : Les subdivisions du Shadow Banking System

Le *Shadow Banking System* est un système d'intermédiation très difficile à encadrer. En effet, la mise en place d'une liste exhaustive des différentes entités engagées dans les chaînes d'intermédiation non bancaire peut s'avérer problématique. Ceci se traduit par le fait qu'il n'y'ait, jusqu'à présent, toujours pas de définition satisfaisante du *Shadow Banking System*. Cependant, son rôle primordial dans l'intermédiation du crédit, ainsi que son rôle la crise économique global de 2008, lui ont mérité une réputation notoire. En plus d'être très difficile à définir, ce système se montre être très flexible et capable de s'adapter de manière perpétuelle aux mutations du marché financier international, afin de pouvoir satisfaire aux besoins de ce dernier en matière de crédit et de transfert de risque. Ceci se caractérise par la création de nouvelles procédures et de nouvelles entités contribuant à l'intermédiation non bancaire du crédit et donc à l'essor du *Shadow Banking System*.

Cependant, toute étude du *Shadow Banking System* nécessite une autopsie des subdivisions qu'il comporte. En effet, on ne peut pas se contenter de la simple analyse des processus d'intermédiation propres à la finance de l'ombre, sans étudier les entités qui interviennent dans le cadre de cette intermédiation ou les modalités selon lesquelles elles s'organisent.

La grande majorité de la littérature juridique en cette matière, insiste sur l'impossibilité d'établir une liste exhaustive des subdivisions du *Shadow Banking System*. La mise en place d'une telle liste est, en effet, une question très délicate du fait des divergences qui existent entre les différents systèmes juridiques où se développe l'intermédiation non bancaire. En plus d'être un ensemble hétérogène, le *Shadow Banking System*, du fait de son caractère international, se développe dans un environnement lui-même hétérogène. Certaines entités faisant partie des chaînes d'intermédiation non bancaire dans certaines juridictions peuvent ne pas l'être dans d'autres.

Deux grandes approches peuvent être retenues dans le cadre de notre étude pour permettre une meilleure compréhension du *Shadow Banking System*.

La première, établie par Pozar (2012), opte pour une approche opérationnelle du *Shadow Banking System* pour identifier trois sous-systèmes de *Shadow Banks*. (Chapitre 1)

Une deuxième, mise en place par le troisième groupe de travail du Conseil de la Stabilité Financière, opte pour une approche institutionnelle du *Shadow Banking System* pour identifier les entités qui le compose (Chapitre 2).

Ces deux approches sont, à notre sens, complémentaires et vont nous permettre de mieux comprendre la structure du *Shadow Banking System*.

Chapitre 1: Les sous-systèmes du Shadow Banking System

Loin de chercher à identifier les entités prenant part dans les chaînes d'intermédiation non-bancaire, l'étude des sous-systèmes de *Shadow Bank* est plus opérationnelle qu'institutionnelle. Une telle approche cherche à analyser les différentes formes selon lesquelles le *Shadow Banking System* peut s'organiser. Loin d'être un système homogène, ce système d'intermédiation non-bancaire peut prendre différentes formes ayant des finalités, des compositions et des modes de fonctionnement différents.

C'est-à-dire que la terminologie de *Shadow Banking System* est en elle-même trompeuse. Il n'existe en effet pas un seul *Shadow Banking System*, mais plusieurs sous-systèmes dont chacun constitue à son tour un système distinct d'intermédiation non-bancaire du crédit. En se basant sur le modèle américain, Pozar identifie trois sous-systèmes de *Shadow Banks*, le sous-système des *Shadow Banks* sponsorisées par le gouvernement (Section 1), le sous-système des *Shadow Banks* Internes (Section 2) et le sous-système des *Shadow Banks* externes (Section 3). Ces sous-systèmes ne sont pas des entités du *Shadow Banking System*, ceux ne sont pas non plus des chaînes d'intermédiation au sein de ce système. Il s'agit de systèmes à part entière ayant des institutions et des modes de fonctionnement qui leurs sont propres.

Section1 : Le sous-système des *Shadow Banks* sponsorisés par le gouvernement

Les entreprises sponsorisées par le gouvernement (*Government Sponsored Enterprises* GSE) sont une forme d'institution propre aux Etats-Unis dont la création marque la naissance du *Shadow Banking System*.

Parmi ces entreprises, nous retrouvons les *Federal Home Loan Banks* (1932), la *Federal National Mortgage Association Fannie Mae* (1938), la *Federal Home Loan Mortgage Association Freddie Mac* (1970), la *Federal Farm Credit Bank* et la *Resolution Funding Corporation*.

La logique économique derrière la création des GSE revient à la présomption selon laquelle qu'en l'absence de telles entités, investies par le Congrès de prérogatives et avantages qui les distinguent des entités purement privées, certains secteurs cruciaux du financement par dette seraient en manque⁵².

⁵² Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007 p.2et Thomas H. Stanton, Government Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World (Washington: The AEI Press, 2002).

Ces entreprises sont des entités quasi-gouvernementales, bien qu'elles soient créées par le Congrès des Etats-Unis, elles demeurent des entreprises privées. Selon A. Fox, Président et CEO de *Sallie Mae* :

" Nous (les GSE) sommes des entreprises privées, ayant des actionnaires et des obligataires, en tant que telle, nous avons une obligation fiduciaire envers ces personnes⁵³. " [Notre traduction]

Tout en étant des entités de droit privé, les GSE bénéficient de prérogatives et d'avantages que le gouvernement leur accorde et qui les distinguent des entités de droit purement privé. En contrepartie, le gouvernement limite le domaine d'activité des GSE et les dotes d'une mission de politique publique⁵⁴.

Les GSE ont donc un caractère hybride, il s'agit d'une part d'entreprises privées à but lucratif, et d'autre part, d'entreprises publiques dotées d'une mission publique et contribuant à la mise en œuvre de la politique économique du gouvernement.

Les GSE sont créées par le Congrès dans le but d'améliorer le flux de capitaux et de développer des secteurs économiques particuliers. Ceci permet d'accroître l'efficacité des marchés de capitaux et de surmonter les imperfections, dont les lacunes réglementaires, qui encombrant le marché et qui autrement empêcheraient les flux de capitaux de se déplacer facilement du fournisseur de fonds aux zones de haute demande en matière de prêts⁵⁵.

Le Congrès des Etats-Unis a défini les GSE dans *l'Omnibus Reconciliation Act* (1991), loi promulguée suite au *Budget Reconciliation Process* dans le but de réduire le déficit du budget fédéral.

⁵³ We are a private corporation and as such, with stockholders and bondholders, we have a fiduciary responsibility to those individuals. - Oversight of Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), hearings, 102nd Cong., 2nd sess. (Washington: GPO, 1982), p. 135.

⁵⁴ Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007, p.5.

⁵⁵ "to improve the efficiency of capital markets" and to overcome "statutory and other market imperfections which otherwise prevent funds from moving easily from suppliers of funds to areas of high loan demand." , Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007 et Thomas H. Stanton, Government Sponsored Enterprises: Their Benefits and Costs as Instruments of Federal Policy (Washington: Association of Reserve City Bankers, April 1988), p.4.

Selon l'*Omnibus Reconciliation Act*, une GSE est une personne morale créée par une loi des Etats-Unis qui :

-
- (i) est dotée d'une charte fédérale légalement autorisée,*
 - (ii) appartient au secteur privé, comme en témoigne capital détenu par des entités privées ou des individus,*
 - (iii) est dirigée par un conseil d'administration largement composé par des propriétaires privés.*
 - (iv) est une institution financière pouvant:*
 - Consentir des prêts, ou des garanties de prêts, à des fins limitées telles que de fournir crédit à des emprunteurs spécifiques ou à un secteur; et*
 - Récolter des fonds en empruntant (qui ne porte pas la foi totale et le crédit du gouvernement fédéral, Full Faith and Credit of the Federal Government) ou de garantir les dettes de tiers en montant illimité; et*
 - (i) n'exerce pas les pouvoirs réservés au gouvernement en tant que souverain (comme l'imposition de taxes ou la réglementation du commerce interétatique,*
 - (ii) n'a pas le pouvoir d'engager le gouvernement financièrement (mais il peut bénéficier d'un engagement de garantie de prêt consenti par le gouvernement); et*
 - (iii) a des salariés dont les salaires et les frais sont payés par l'entreprise et Ne sont pas des employés fédéraux assujettis au titre 5. [Notre Traduction]*

Dans sa version originale, l'*Omnibus Reconciliation Act* (1991) dispose :

-
- "A corporate entity created by a law of the United States that —*
- (A) (i) has a Federal charter authorized by law;*
 - (ii) Is privately owned, as evidenced by capital stock owned by private entities or individuals;*
 - (iii) Is under the direction of a board of directors, a majority of which is elected by private owners;*
 - (iv) Is a financial institution with power to —*
 - (I) Make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector; and*
 - (II) Raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts; and*
 - (B) (i) does not exercise powers that are reserved to the Government as sovereign (such as the power to tax or to regulate interstate commerce);*
 - (ii) does not have the power to commit the Government financially (but it may be a recipient of a loan guarantee commitment made by the Government); and*
 - (iii) has employees whose salaries and expenses are paid by the enterprise and are not Federal employees subject to title 5. "*
-

Bien que les caractéristiques des GSE varient selon les secteurs économiques visés et selon les chartes de chaque entreprise, la définition offerte par l'*Omnibus Reconciliation Act* (1991) permet de dégager quatre caractéristiques propres à chaque GSE⁵⁶ :

- 1- Elles sont détenues par le secteur privé. Par exemple : *Fannie Mae*, *Freddie Mac* et *Farmer Mac* sont détenues par des investisseurs alors que les *Federal Home Loan Banks* et le *Farm Crédit System* sont détenues en coopérative par leurs emprunteurs.
- 2- Leur champ d'activité est limité par leur statut établi par le Congrès.
- 3- Elles bénéficient de prérogatives et d'avantages statutaires sans pour autant exercer les pouvoirs souverains de l'Etat.
- 4- Elles contribuent à la mise en œuvre de la politique économique du gouvernement.

Comme les banques, les GSE ont recourt à la transformation des échéances pour financer leurs prêts, elles n'ont cependant pas la qualité de banque. En effet, à l'exception des *Farm Credit Banks*, aucune GSE ne peut prêter directement au public. Elles garantissent plutôt les *Mortgage Backed Securities* des tiers, achètent des prêts sur le marché secondaire et procurent des prêts à des institutions financières. Afin de financer leurs opérations, les GSE émettent des actions et vendent leurs prêts, à court et à long terme, sur le marché financier⁵⁷.

Selon Pozar (2012), les GSE utilisent quatre techniques d'intermédiation :

- 1- Le stockage d'emprunt à terme assurés pour les banques par les FHLB ;
- 2- Le transfert du risque de crédit et de transformation par l'assurance du crédit, grâce à *Fannie Mae* et *Freddie Mac* ;
- 3- Les fonctions de titrisation *Originate-to-Distribute* (qui remplace la technique traditionnelle d'*Originate-to-Hold*) assurées pour les banques par *Fannie Mae* et *Freddie Mac* ;
- 4- La transformation des maturités effectuées à travers les portefeuilles détenus par les GSE.

Dans le cadre de la transformation des maturités, les GSE agissent comme les SIV, toutes leurs activités se trouvent hors du bilan de l'état fédéral. Les GES sont " les *Shadow Banks* hors bilan de l'état fédéral⁵⁸ ”.

⁵⁶ Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007, p.1.

⁵⁷Pozsar et al., Revue D'économie Financière, *Shadow Banking*.

⁵⁸Pozsar et al., Revue D'économie Financière, *Shadow Banking*.

Le caractère hybride des GSE a eu un impact non négligeable sur leur essor. Le fait que les GSE bénéficient de prérogatives et d'avantages, qui leur sont accordées par le gouvernement, a résulté dans l'inférence que leurs obligations sont soutenues par le gouvernement. Il n'est cependant pas le cas comme il n'existe aucune loi qui dispose que les obligations des GSE sont soutenues par le gouvernement. De plus, les statuts des GSE les obligent à informer leurs investisseurs que les obligations de l'entreprise ne bénéficient pas de garanties gouvernementales⁵⁹.

Cette présomption, quant à l'existence de garanties gouvernementales, a d'une part permis aux GSE d'emprunter de l'argent à des taux d'intérêts moins élevés que ceux des entreprises purement privées, ce qui les a rendu plus compétitives. D'autre part, la garantie inférée a été un facteur crucial dans la croissance rapide des GSE aux Etats-Unis. La taille moyenne de Fannie Mae et Freddie Mac augmentait de plus de deux fois, chaque cinq années depuis 1968⁶⁰, et ceci jusqu'en 2007.

Il faut finalement noter que les GSE ne créent pas de prêts. Leurs activités se limitent au marché secondaire, marché où l'achat et la vente concernent des actifs financiers existants. L'activité des GSE concerne alors le simple financement et traitement d'actifs financiers, de manière plus précise ces entités facilitent le financement des hypothèques⁶¹. Il existe d'autres sous-systèmes de *Shadow Banks* de nature purement privées qui ne sont pas investies de mission de politique publique et dont le but est simplement de faire des bénéfices. On distingue alors le sous-système des *Shadow Banks* internes (Section 2) et le sous-système des *Shadow Banks* externes (Section 3).

Section 2 : Le sous-système des *Shadow Banks* Internes

Dans les dernières quarante années, s'est développé un sous-système de *Shadow Banking* qu'on appelle le sous-système des *Shadow Banks* internes. Ce sous-système a obtenu la qualification d'interne du fait que l'intermédiation se déroule dans l'ombre d'une holding financière (*Financial Holding Company FHC*) par le moyen de ses filiales. Les opérations d'intermédiation vont dès lors se dérouler dans le cadre d'une même société par le moyen des filiales qu'elle va créer.

⁵⁹ Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007

⁶⁰ Stanton, Government Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World p.8

⁶¹ Pozsar et al., Revue D'économie Financière, *Shadow Banking*.

Ce système marque la transition d'activités bancaires à faible revenu (*Return on Equity* ROE) à des activités bancaires à haut ROE.

Au lieu d'accorder des prêts et de les financer par les dépôts jusqu'à maturité, les banques accordent des prêts pour les stocker, les titriser et les vendre sur le marché à des investisseurs ou les conserver grâce à des véhicules de gestion d'actifs hors bilan. Ces opérations de crédit, de stockage et de titrisation sont financées par le marché de gros, et rémunérées par des commissions. De telles opérations permettent de réduire le risque du crédit mais exposent le système bancaire aux risques de fluctuation du marché⁶².

Traditionnellement, l'intermédiation du crédit par une banque ne nécessitait pas l'intervention d'entité autre que la banque. La création du crédit, le financement du prêt et la gestion du risque se faisaient alors sur le bilan de la même banque. Ça n'est cependant pas le cas dans le cadre d'une holding financière. Cette dernière opère un découpage horizontal et vertical de l'intermédiation afin de libérer son bilan.

Les étapes de l'intermédiation sont similaires à celles décrites dans le chapitre précédent, cependant, les acteurs de l'intermédiation dans le sous-système des *Shadow Banks* internes sont tous des filiales de la FHC.

- 1- La première étape consiste en la création de prêt par la FHC. Au lieu de la faire sur son propre bilan, la FHC va créer le prêt par le moyen de l'une de ses filiales, généralement une banque.
- 2- La deuxième étape consiste en le stockage des prêts par un conduit mono hors-bilan. La particularité ici est que ce conduit mono est géré par une filiale de la FHC. Cette filiale, qu'on appelle filiale de courtage, finance ses activités sur le marché de gros et bénéficie du soutien de la FHC pour conserver une liquidité adéquate.
- 3- La troisième étape consiste en la titrisation des prêts par le moyen de la filiale de courtage qui les transfère à un EVS.
- 4- La quatrième étape consiste en le financement des tranches d'actifs les plus sûres, par un véhicule intermédiaire ABS hors bilan, géré par la filiale de gestion d'actif qui, elle, est financée par le marché en gros et garantie par la banque.
- 5- La cinquième étape consiste en le regroupement et la restructuration des ABS en CDO par des EVS créés par la filiale de courtage.

⁶²Pozsar et al., *Revue D'économie Financière, Shadow Banking*.

- 6- La sixième étape consiste en l'intermédiation d'ABS qui se fait par des SIV, ou par des *Hedges Funds* de crédit interne (*Internal Credit Hedge*), fonds gérés par la filiale de gestion d'actifs.
- 7- La septième étape consiste en le financement en gros par les FMM, les fonds liquides garantis (*Enhanced Cash Funds*) et la filiale de prêt sur titres (*Securities Lending Subsidiary*).

Ce découpage horizontal et vertical de l'intermédiation va permettre aux banques filiales d'une holding de libérer leurs bilans et donc d'accorder plus de prêts. Le fait de faire sortir les prêts consentis du bilan de la banque filiale, renforce le ROE de la FHC⁶³ en lui permettant de déjouer les ratios imposés par les banques centrales et de consentir d'avantage de prêts.

Le rôle que joue la filiale bancaire dans ce genre de sous-système est d'une importance primordiale. En effet, alors que la filiale bancaire n'intervient directement que dans l'étape de création du prêt, son intervention se prolonge tout au long de la chaîne d'intermédiation. La filiale bancaire va financer les différentes entités qui composent ce système d'intermédiation que ce soit les courtiers, les autres filiales, les gérants d'actifs ou les *Shadow Banks*⁶⁴.

Etant l'unique entité de la chaîne qualifiée de banque, seule la filiale bancaire est soumise à la réglementation bancaire, et de ce fait est seule à bénéficier des garanties sur ses dépôts et à avoir accès au comptoir d'escompte de la banque centrale.

Ce système d'intermédiation marque le passage d'un processus de prêts et de flux continu de crédit, vers l'économie réelle, monopolisée par les banques à un processus qui se déroule dans un réseau composé de banques, d'institutions financières et de *Shadow Banks* opérants dans l'ombre d'une société financière holding.

Alors que le sous-système de *Shadow Banks* interne a pour but principal l'arbitrage réglementaire, c'est-à-dire de déjouer la stricte réglementation bancaire pour permettre aux banques de réaliser plus de bénéfices, il existe un sous-système similaire, moins motivé par l'arbitrage réglementaire et plus concentré sur la multiplication des bénéfices. Ce sous-système est qualifié de sous-systèmes des *Shadow Banks* externes.

⁶³Pozsar et al., *Revue D'économie Financière, Shadow Banking*.

⁶⁴Pozsar et al., *Revue D'économie Financière, Shadow Banking*.

Section 3 : Le sous-système des *Shadow Banks* externes

Selon Pozar, le sous-système des *Shadow Banks* externes est un réseau mondial de bilans dont la création, le stockage et la titrisation sont effectués depuis les Etats-Unis, alors que le financement et la transformation des maturités sont effectués depuis les Etats-Unis, l'Europe ainsi que des centres financiers offshore⁶⁵.

Il n'y a pas de littérature extensive concernant le sous-système des *Shadow Banks* externes, mais Pozar résume ce sous-système par 3 activités concises :

- 1- L'intermédiation du crédit par des maisons de courtages diversifiées.
- 2- L'intermédiation du crédit par des intermédiaires non bancaires spécialisés et indépendants.
- 3- La fourniture de *Credit Puts* par des entités privées portant le risque du crédit.

1- L'intermédiation du crédit par des maisons de courtage diversifiées (MCD)

Le processus d'intermédiation du crédit par des maisons de courtage diversifiées se rapproche de l'intermédiation des FHC au sein du sous-système interne, à l'exception des maisons de courtage diversifiées qui ne possèdent pas de banque commerciale filiale. Cependant, la plupart des maisons de courtage diversifiées possédait des filiales sous forme de sociétés de prêt industriel (*Industrial Loan Company (ILC) Subsidiaries*). Les ILC sont des sociétés qui existent aux Etats-Unis et qui ont à peu près les mêmes pouvoirs que les banques commerciales (ces sociétés accordent des prêts) mais se distinguent par le fait qu'elles peuvent être détenues par des sociétés commerciales.

Etant donné que le stockage de prêts et l'émission d'ABCP requiert un financement important généralement assuré par les banques commerciales filiales de la FHC, les maisons de courtage diversifiées ont l'habitude d'externaliser ces fonctions à des FHC ou à des conduits multi-vendeurs indépendants, hybride ou TRS.

Les MCD se distinguent aussi quant aux véhicules qu'elles emploient pour financer leurs activités. Au lieu de recourir aux conduits d'arbitrage ou aux SIV, les MCD ont davantage recouru à des conduits de pensions livrées, des fonds spéculatifs de crédits internes et des *Trading Books*.

⁶⁵Pozsar et al., Revue D'économie Financière, *Shadow Banking*.

2- L'intermédiation du crédit par des intermédiaires non bancaires spécialisés et indépendants (INBSI) :

L'intermédiation du crédit par des intermédiaires non bancaire spécialisés et indépendants se rapproche de l'intermédiation du crédit par les banques commerciales ou par les FHC et les MCD, mais se distingue cependant à trois niveaux.

Premièrement, en ce qui concerne la création de prêts. Alors que les FHC et el MCD se spécialisent dans la création de prêts hypothécaires conformes et non conformes, des prêts hypothécaires commerciaux, des prêts à effet de levier et des prêts sur carte de crédit. Les INBSI se spécialisent dans les prêts et leasing automobiles et d'équipement, les prêts de marché intermédiaire, les prêts de franchise et d'autres prêts ésotériques (*Esoteric Loans*) c'est-à-dire des instruments de dette dont la structure et le mode d'évaluation sont très peu connu, ce type de prêts novatoires ont connu un essor avant la crise de 2008.

La deuxième distinction se situe au niveau du model de processus de l'intermédiation. Alors que les INBSI optent pour un processus d'*Originate-to-Fund* les GSE, FHS et MCD optent pour une approche *Originate-to-Distribute*.

Le processus d'*Originate-to-Distribute* signifie que le prêt est créé afin d'être revendu à un investisseur, alors que le processus d'*Originate-to-Fund* signifie que le prêt est créé afin d'être stocké et financé jusqu'à maturité.

La dernière distinction réside dans la dépendance des INBSI des GSE, FHS et MCD. Les GSE, FHS et MCD dépendent des marchés de capitaux liquides pour financer, titriser et distribuer leurs prêts. De leurs côtés, les INBSI sont dépendants de la capacité des MCD et FHS de remplir leur fonctions respectives de gardiens des marchés de capitaux et de prêteurs en dernier ressort, d'où la fragilité des INBSI en cas de difficulté des MCD et FHS en période de crise (Rajan2005).

3- La fourniture de Crédit Puts par des entités privées portant le risque du crédit

Les crédits *Puts* fournis par des entités privées portant le risque du crédit jouent un rôle primordial dans l'intermédiation du crédit par les FHS et les MCD au sein du processus *Originate-to – Distribute*. Par le moyen des *Puts*, ces entités vont supporter le risque de défaut attaché à un portefeuille d'actifs.

Ces entités investissent ce qu'on appelle *Risk Capital* dans les tranches *Junior Equity* et *Mezzanine* des pools de prêts, tranches ayant une notation peu élevée et considérées comment étant très risquées et donc peu attirantes pour les investisseurs.

En investissant ce *Risk Capital*, ces entités privées vont absorber le risque lié au portefeuille d'actif et donner l'impression que les titres qui le composent sont quasiment sans risque et que tout actif sous-jacent à ces titres est lui aussi sans risque. Le portefeuille semblant alors être sans risque pourra être vendu aux investisseurs sur le marché secondaire, de cette manière, les entités portant le risque du crédit contribuent à l'émission de crédit dans l'économie réelle par le moyen du *Credit Enhancement*.

Il existe différentes entités portant le risque du crédit, chacune intervenant à un niveau précis de la chaîne d'intermédiation *Shadow Banking*. Par exemple, les sociétés d'assurance diversifiées, les fonds spéculatifs de crédit prennent en charge le risque des tranches CDO d'ABS par le moyen des *Credit Default Swap*, accord par lequel le vendeur du CDS assure l'acheteur contre le risque de défaut du crédit.

Cette hétérogénéité qui caractérise le *Shadow Banking System* ne se limite pas aux sous-systèmes qui le composent, mais s'étend aux entités qui composent les différentes chaînes d'intermédiation au sein des différents sous-systèmes.

Chapitre 2: Les entités composant le Shadow Banking System

Dans une tentative pour établir un cadre juridique de réglementation du *Shadow Banking System*, le troisième groupe de travail du Conseil de la Stabilité Financière a établi en 2013 une liste des entités composant le *Shadow Banking System*. Ce groupe de travail a distingué entre deux grandes catégories de banques parallèles, d'une part les fonds du marché financier et d'autre part les autres entités du *Shadow Banking System*. Bien que cette analyse des différentes entités du *Shadow Banking System* ne permette pas d'établir une liste exhaustive des différents *Shadow Banks*, elle reste cependant nécessaire pour notre étude afin de mieux comprendre le fonctionnement du *Shadow Banking System*.

Section 1: Les fonds du marché financier

Les fonds du marché monétaire (FMM) sont des fonds communs de placement qui font leur apparition aux Etats-Unis dans les années 70.

Avec la montée des taux d'intérêts, il semblait peu rentable de garder ces épargnes dans un compte de dépôts à un taux d'intérêt de 5% face à un taux d'inflation de 12%, alors que le marché monétaire offrait des taux d'intérêts bien plus élevés.

Le marché monétaire, marché où s'échange des liquidités contre des titres de courte durée⁶⁶, étant à l'époque réservé aux entreprises⁶⁷, les ménages se sont regroupés en fonds commun de placement afin de pouvoir satisfaire aux conditions d'adhésion au marché et de bénéficier des avantages qu'il offre quant aux revenus sur investissements.

Il faut cependant noter qu'actuellement, les faibles taux d'intérêt sur le marché monétaire ont supprimé le décalage entre le rendement des dépôts bancaires et celui des sommes investies dans des FMM⁶⁸.

Le mode de fonctionnement des FMM est très simple, ceux sont des institutions qui récoltent des épargnes pour les investir dans des valeurs mobilières de haute qualité et à court terme. Ces institutions jouent un rôle d'intermédiaire entre, d'une part, des investisseurs qui cherchent à investir dans des formules peu risquées et à court terme, et d'autre part, des emprunteurs en besoin de financement à plus long terme. L'investisseur achète des parts du fond commun de placement et devient propriétaire, d'une part d'un

⁶⁶ Définition de L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux

⁶⁷ A l'époque l'investissement minimum était de 100 000\$ ce qui rendait l'accès des ménages à de tel marché quasi impossible.

⁶⁸ Deutsche bank, Money market funds an economic perspective, 26 Février 2015

portefeuille détenu par le FMM, en contrepartie de son investissement, l'investisseur reçoit des intérêts. Il peut revendre ses parts au fond commun à tout moment, à un prix à peu près stable, afin de récupérer ses épargnes. Généralement, les FMM assurent un droit d'achat journalier aux investisseurs. Cette possibilité de rachat journalier permet de satisfaire les besoins de liquidités de l'investisseur qui peut retirer son investissement à tout moment.

Le gérant (*Manager*) du FMM va investir les sommes récoltées des investisseurs dans des valeurs mobilières de haute qualité ayant une maturité maximum de 397 jours pouvant dans certains cas atteindre une maturité de 2 ans. Le FMM peut aussi investir dans des titres à plus longue durée dès lors que la maturité restante s'avère courte. Ceci va permettre aux emprunteurs de satisfaire à leurs besoins en liquidité en transférant des titres financiers au FMM en contrepartie d'emprunts. Les titres financiers qu'on appelle actifs de marché monétaire (*Money Market Assets*), vont servir de garanties aux emprunts et leur diversification permet de réduire le risque de défaut de l'emprunteur⁶⁹. En effet, les FMM investissent dans divers titres financiers en provenance de divers emprunteurs comme les :

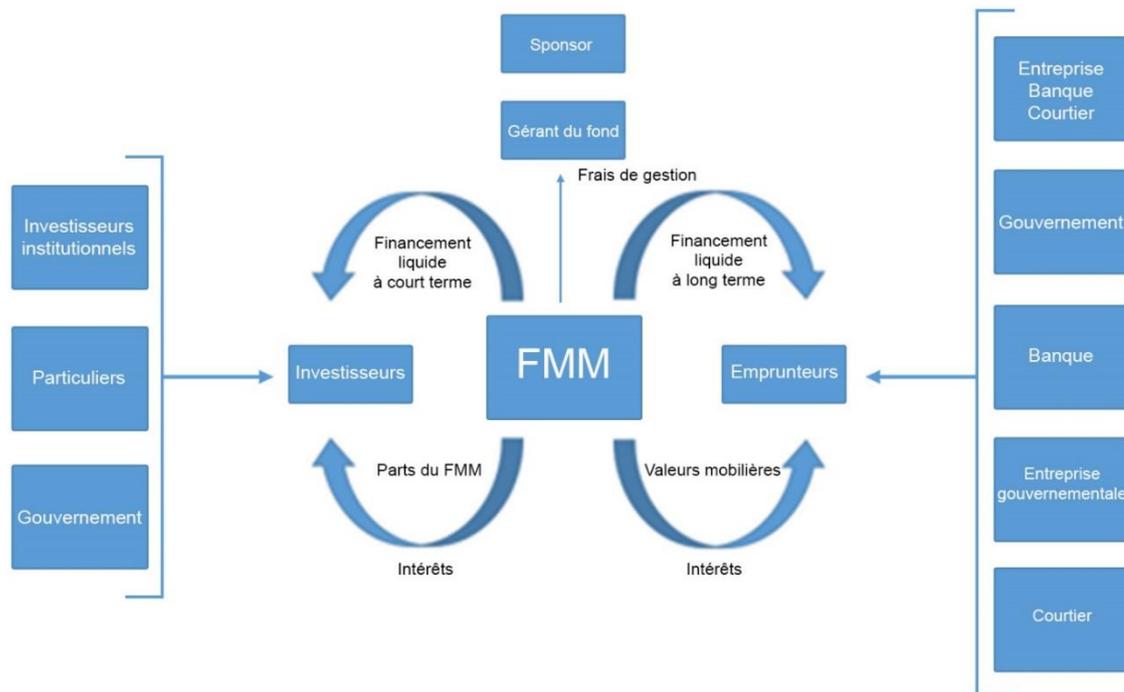
- 1- Papiers commerciaux,
- 2- Billets de trésorerie,
- 3- Certificats de dépôts,
- 4- ABCP,
- 5- Dette à court terme émise par des entités gouvernementales ou soutenues par des garanties gouvernementales,
- 6- Les obligations à court terme émises par des émetteurs privés,
- 7- Des parts d'autres fonds du marché commun.

Cette diversification du portefeuille permet de réduire le risque du défaut à un seuil inférieur à celui des emprunts bancaires, surtout que les dépôts bancaires ne sont pas assurés dans leur totalité mais à concurrence d'un montant fixe. En effet, dans un portefeuille de FMM, le défaut d'un des emprunteurs est généralement couvert par la solvabilité d'un autre.

Ce recours aux FMM permet non seulement aux investisseurs de bénéficier d'un risque de défaut réduit mais aussi de faire des économies d'échelle et de bénéficier de l'expertise

⁶⁹Deutsche bank (2015) Money market funds – an economic perspective

du gérant du FFM quant aux investissements et quant à la gestion du risque sur le marché monétaire à courte durée.



Adapté de l'Institut de la Finance Internationale (2012) et le Deutsche Bank (2015) [Notre Traduction]

NB : le sponsor n'est en aucun cas tenu de soutenir le FMM en cas de difficulté.

Les emprunteurs auprès des FMM sont généralement des institutions financières (Courtier, banque etc.) qui emploient les liquidités obtenues des FMM pour financer de nouvelles activités financières, par exemple accorder de nouveaux emprunts à d'autre institutions ou à des ménages. Aux Etats-Unis en 2014, seulement 2% des actifs des FMM étaient investis dans des titres émis par des institutions non financières, alors que 4% des actifs étaient investis dans des titres ne pouvant être reliés à un secteur précis⁷⁰. On voit clairement ici la participation des FMM à la chaîne d'intermédiation du *Shadow Banking System* par le financement d'entité faisant partie des chaînes d'intermédiation non-bancaire. Ceci est d'autant plus clair lorsque les FMM investissent dans des ABCP participant ainsi directement au financement des EVS.

Les FMM peuvent être classifiés selon différents critères. On peut distinguer entre les FMM selon les investisseurs visés, on distingue alors entre investisseur institutionnel (*Institutional Investor*) et investisseur individuel (*Retail Investor*). On peut aussi distinguer entre les FMM selon leur domaine d'investissement, investissement dans la

⁷⁰Deutsche bank (2015) Money market funds – an economic perspective

dette publique ou bien dans la dette privée, comme on peut distinguer entre les FMM soumis aux impôts et les FMM exempt d'impôts (*Taxable and Tax exempt MMF*).

Finalement on peut distinguer entre les FMM selon leur compatibilité. On distingue alors entre les FMM qui offrent leurs parts à une valeur liquidative constante VLC (CNAV *Contant Net Value*) et les FMM qui offrent leurs parts à une valeur liquidative fluctuante VLF (VNAV *Variable Net Asset Value*).

La valeur liquidative est la valeur d'une action d'un FMM, elle est obtenue en divisant la différence entre les actifs et les passifs d'un FMM par le nombre d'action.

Les FMM à VLC emploient la méthode d'évaluation au coût amorti afin de maintenir un prix fixe d'un dollar par part. L'évaluation au coût amorti revient à évaluer la valeur de l'actif financier au jour de l'acquisition, ou au jour de sa comptabilisation initiale, diminuée des remboursements en principal, diminuée des amortissements cumulés. Cela revient à dire que les actifs ne sont pas évalués à leur juste valeur, leur valeur réelle (VLR) pouvant être supérieure ou inférieure à la VLC du fait d'un arrondissement au centime le plus proche. Pour éviter qu'un tel décalage ne porte atteinte aux investisseurs, les FMM sont tenus de périodiquement calculer la valeur liquidative réelle en fonction du prix du marché. S'il s'avère qu'un décalage de plus de 0.005\$ existe entre VLC et VLR, et donc que la VLR tombe en-dessous de 0.995 \$, le FMM est tenu de réajuster la valeur de ses parts, procédure qu'on appelle *Breaking The Buck* (casser le dollar).

Les FMM à VLF utilisent une comptabilité de marché à marché, c'est-à-dire que la valeur des parts va varier selon la valeur de l'ensemble des actifs du FMM.

Bien que les FMM fassent partie du *Shadow Banking System*, ils restent cependant étroitement régulés.

Aux Etats-Unis, depuis l'*Investment Company Act de 1940*, tous les fonds mutuels sont tenus d'agir dans le meilleur intérêt de leurs clients. En plus de cette législation applicable à tous les fonds mutuels, la Securities and Exchange Commission a promulgué en 1983 une règle spécifique au FMM, règle connue sous le nom Rule 2a-7.

Cette règle de 2a-7, amendée plus récemment en 2010 et puis en 2014, impose des restrictions sur les portefeuilles détenus par les FMM, ces restrictions concernent la qualité du crédit, la liquidité, la maturité et la diversification des portefeuilles. Ces restrictions ont pour but d'assurer la sécurité de fonctionnement des FMM et des rendements stables en assurant la stabilité de la VL des FMM. A savoir que, généralement aux Etats-Unis, les FMM conservent une valeur de 1\$/part.

Concernant la qualité du crédit, la règle 2a-7 impose des restrictions quant à la qualité des titres dans lesquelles les FMM peuvent investir. Comme nous l'avons expliqué auparavant, les titres émis dans le marché financier sont soumis à des notations par des agences de notation qui déterminent la qualité de chaque actif. La règle 2a-7 limite les investissements des FMM aux actifs classifiés aux deux plus hauts grades de l'échelon de classification. Seulement 3% des actifs du FMM peuvent être investis dans des titres de qualité inférieure. Ceci oblige les FMM à créer des portefeuilles de haute qualité avec un risque de défaut très réduit.

Du point de vue de la maturité, la règle 2a-7 impose une maturité moyenne pondérée des portefeuilles détenus par les FMM qui ne peut pas dépasser les 60 jours.

Finalement, concernant la liquidité, la règle 2a-7 impose des restrictions extensives pour assurer que les FMM puissent conserver une certaine liquidité afin de pouvoir satisfaire les besoins de leurs investisseurs.

Selon la règle 2a-7, 10% des actifs détenus par les FMM soumis aux impôts doivent être convertibles en argent liquide du jour au lendemain.

De plus 30% de leurs actifs doivent être investis dans des titres susceptibles d'être convertis en argent liquide dans un délai de 5 jours ouvrables.

Une dernière restriction relative à la liquidité concerne les titres nécessitant plus d'une semaine pour être convertis en argent liquide. Selon la règle 2a-7 seulement 5% des actifs du FMM peuvent être investis dans de tels titres.

La règle 2a-7 impose aussi des tests de résistance périodiques pour s'assurer que les FMM sont capables de maintenir une VL constante même en cas de crise. Ils sont aussi tenus de déclarer leur VLR selon la valeur sur le marché dans un délai de 60 jours suivant la clôture de la période de déclaration.

Finalement, en ce qui concerne la diversification du portefeuille, les FMM ne peuvent investir que 5% de leurs actifs dans des titres émis par un seul et même émetteur. Cette restriction qui vise à limiter le risque du crédit par la diversification du portefeuille connaît une seule exception. En effet, un FMM peut investir 25% de ses actifs dans les titres classifiés au plus haut grade, émis par un seul émetteur pour une durée maximum de 3 jours ouvrables.

Restriction	Règle 2a-7
Maturité Moyenne Pondérée Maximum	60 Jours
Maturité finale Maximum	397 jours
Liquidité Minimum	10% liquidation du jour au lendemain 30% liquidable dans 5 jours ouvrables 5% liquidable dans une semaine
Qualité Minimum de Crédit	Minimum grade 2 3% dans un grade inférieur
Test de Résistance	Périodique
Diversification	5% dans les titres émis par un même émetteur 25% dans des titres de premier grade pour une durée de 3 jours.

La règle 2a-7 a été amendée à plusieurs reprises suite à la crise de 2008, une première fois en 2010 et une deuxième fois en 2014. Parmi les changements introduits par l'amendement de 2014, on retient l'obligation imposée à tous les investisseurs institutionnels, à l'exception de FMM qualifiés de gouvernementaux, d'évaluer le prix de leurs parts sur la VLR des 2016.

A côté des fonds du marché monétaire, on trouve une autre catégorie d'entités moins homogènes du *Shadow Banking System* qui comporte divers entités distinctes que l'on nomme " les autres entités du *Shadow Banking System* "

Section 2: les autres entités du Shadow Banking System

La terminologie " autres entités du *Shadow Banking System* " (*OtherShadow Banking Entities*) a été employé par le troisième groupe de travail du CSF dans son rapport " *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Policy : Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* " du 29 août 2013 pour qualifier les institutions financières non-bancaires, autre que les fonds de marché monétaires.

Bien que le *Shadow Banking System* reste un système fantomatique difficile à délimiter de manière exhaustive, le troisième groupe de travail du CSF a pu distinguer entre deux catégories d'entités du *Shadow Banking System*, d'une part les FMM et d'autre part, les autres entités du *Shadow Banking System*. Au sein de cette dernière classification des

entités du *Shadow Banking System*, le troisième groupe de travail du CSF distingue entre neuf entités :

- 1- Les fonds de placement ou d'investissement (*Credit Investment Funds*),
- 2- Les *Exchange Traded Funds*,
- 3- Les fonds spéculatifs de crédit (*Credit Hedge Funds*),
- 4- Les *Private Equity Funds*,
- 5- Les courtiers en valeurs mobilières (*Securities Broker-Dealers*),
- 6- Les entités de titrisation (*Securitization Entities*),
- 7- Les garants financiers (*Credit Insurance Providers/Financial Guarantors*),
- 8- Les entreprises financières (*Finance Companies*),
- 9- Les sociétés *Trust* (*Trust Companies*).

Afin d'arriver à cette énumération, le groupe de travail a commencé par établir une liste extensive des institutions financières non bancaires autre que les FMM, pour ensuite opérer une sélection parmi ces entités sur le fondement de la taille, l'expérience nationale ainsi que le risque que comporte ces institutions.

Bien que le groupe de recherche du CSF ait ensuite opté pour une approche *Activity-Based* fondée sur cinq fonctions économiques pour classifier les autres entités du *Shadow Banking System*, et s'est contenté d'énumérer ces dernières sans les définir, il est nécessaire d'analyser chacune des neuf entités sélectionnées par ce groupe de travail afin de mieux comprendre le *Shadow Banking System*.

1- Les fonds de placement ou d'investissement (Credit Investment Funds)

Les fonds de placement, souvent appelés fond d'investissement, sont des portefeuilles de valeurs mobilières⁷¹ financés par des investisseurs qui reçoivent en contre partie des titres de propriété prenant la forme d'actions et représentant une fraction du portefeuille.

Les investisseurs ne participent pas à la gestion et à la prise de décision dans le fond de placement, mais se contentent d'amener leur capital au fond. Un gérant de fond s'occupe de la gestion du fond et décide des modalités d'investissement, dans quelles valeurs mobilières investir, quand acheter, quand revendre etc.

⁷¹Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les fonds de placement, Types de fonds de placement.

Le recours aux fonds de placement permet aux investisseurs de faire des économies d'échelle par rapport à l'investissement directe et le permet de bénéficier de portefeuilles plus diversifiés, de l'expertise de gestion et de coûts d'investissement plus réduits.

On peut distinguer entre trois grandes catégories de fond de placement selon la catégorie d'actifs qui composent leur portefeuille⁷² :

- Les fonds d'action : fonds qui investissent dans les actions de sociétés cotées en bourse.
- Les fonds obligataires : fonds qui investissent dans des obligations.
- Les fonds monétaires : fonds qui investissent dans des titres à très court terme et dans des instruments du marché monétaire.

Les fonds de placement peuvent être des fonds ouverts (*Open-End*) dont le nombre d'action varie selon la demande, ou des fonds fermés (*Closed-End*) dont le nombre d'action est fixé depuis la souscription initiale.

2- Les fonds indiciels cotés en bourse (*Exchange Traded Funds*)

Les fonds indiciels cotés en bourse (ETF) sont des organismes de placement collectif en valeur mobilière qui comme leur nom l'indique, sont cotés en bourse. En France, les ETF sont cotés sur les marchés réglementés d'Euronext et sont soumis aux règles de marché Euronext, au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) ainsi qu'aux directives européennes (UCITS).⁷³ Aux Etats-Unis, la plupart des ETF sont cotés dans la NYSE Arca et certains dans la NASDAQ et sont régulés par le *Securities Act* de 1933 (1933 Act) et le *Securities Exchange Act* de 1934 (1934 Act), quant aux obligations de transparence envers les investisseurs ainsi que le *Investment Company Act* de 1940 (1940 Act).

Les ETF fonctionnent comme des fonds mutuels sauf que leurs actions sont cotées en bourse. Bien que la majorité des fonds cotés en bourse soient des fonds indiciels, il existe néanmoins des fonds de gestion active cotés en bourse.

Les fonds indiciels cotés en bourse sont des fonds qui se contentent de mimer les variations d'un indice précis pouvant être fondé sur des actions, des obligations, des matières premières ou des devises. Etant donné qu'un fond indiciel coté se contente de répliquer les hausses et les baisses d'un indice boursier, la gestion d'un tel fond reste quasiment passive.

⁷²Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les fonds de placement, Types de fonds de placement.

⁷³Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les ETFs.

Les dernières années ont marqué l'émergence d'ETF gérés activement. Ces ETF agissent exactement comme des fonds traditionnels en investissant dans des portefeuilles diversifiés mais offrent trois avantages par rapport à leurs homologues non cotés. Le premier avantage concerne les coûts réduits des ETF gérés activement, le deuxième avantage concerne les exigences de transparence plus strictes imposées aux ETF et le dernier avantage concerne la négociation *Intraday*. En effet, étant coté en bourse, les ETF peuvent être négociés tout au long de la journée boursière par opposition à leur homologue négociable une fois par jour⁷⁴.

3- Les fonds spéculatifs (*Credit Hedge Funds*)

Les fonds spéculatifs sont des investissements alternatifs qui prennent la forme de fonds généralement établis en offshore⁷⁵, qui mettent en commun le capital d'investisseurs qu'on qualifie d'investisseurs sophistiqués. Selon *les Federal Securities Laws*, un investisseur sophistiqué est un investisseur institutionnel, ou un individu ayant une valeur nette d'un million de dollars, ou ayant généré plus de 200 000\$ par an durant les deux dernières années. Cette restriction d'accès aux fonds spéculatifs a pour but de protéger les investisseurs contre la forte dérèglementation des fonds spéculatifs qui ont recouru à des stratégies de placement risquées que les règlements nationaux prohibent aux fonds traditionnels.

Alors que le terme "*Hedging*" signifie traditionnellement la réduction du risque, la stratégie d'investissement des fonds spéculatifs consiste en la prise de risques élevés en contrepartie d'espérance de gains élevés. C'est pourquoi ces fonds utilisent les produits dérivés et l'effet de levier pour atteindre les rendements (*Return on Investment*) les plus élevés.

Chaque fond spéculatif adopte une stratégie d'investissement qui lui est propre, c'est pourquoi les fonds spéculatifs sont classifiés selon la stratégie d'investissement qu'ils choisissent.

⁷⁴Michael John Lytle , Fonds indiciels et gestion active, Le temps,Dimanche 7 Décembre 2014

⁷⁵ Ceci pour des raisons liées aux impôts, selon Gordon Casey directeur général de Front Shore une firme de consultation de fonds spéculatifs dans les Îles Caïmans et auteur de *The Cayman Edge: How to Set Up a Cayman Fund*

4- Les fonds de placement privé (*Private Equity Funds*)

Les *Private Equity Funds* (PEF) sont des fonds qui investissent dans des sociétés privées (*Private Companies*) dont les titres de capital ne sont ni cotés en bourse ni émis par une offre publique initiale, bien qu'il se peut que ces fonds cherchent à acquérir le contrôle de sociétés cotées en bourse (*Public Companies*) par l'achat des actions de contrôle. Très souvent ces fonds pratiquent l'achat d'entreprise en difficulté par achat à effet de levier (*Leverage Buyout*).

Contrairement aux fonds spéculatifs qui recherchent à générer le plus de rendement possible dans les délais les plus courts, les *Private Equity Funds* investissent à plus long terme. Lorsqu'ils acquièrent une société, ils cherchent à améliorer sa situation économique afin de la revendre pour du profit. La nature de l'activité des PEF requiert que les investisseurs engagent leurs fonds pour une durée généralement de 3 ans pouvant atteindre 10 ans.

5- Les courtiers en valeurs mobilières (*Securities Broker-Dealers*)

Les courtiers en valeurs mobilières sont des personnes ou des firmes qui s'engagent dans l'achat et la vente de titres financiers. Ces personnes peuvent agir tant que *Broker* ou *Dealer* selon les besoins de la transaction. On parle de *Broker* lorsque le courtier agit en tant que mandataire pour une tierce personne alors qu'on parle de *Dealer* lorsque le courtier agit pour son propre compte et dans son propre intérêt ou pour le compte de la société de courtage.

Les courtiers en valeurs mobilières jouent un rôle très important sur le marché financier. Ils offrent d'une part, des conseils aux investisseurs et d'autre part, ils assurent la liquidité des marchés. Les courtiers en valeurs mobilières facilitent la liquidité du marché en assumant la fonction de teneur de marché (*Market Makers*). En tant que teneur de marché, le courtier va proposer de manière continue un prix d'achat et de vente pour certains titres. Lorsque ses clients cherchent à vendre leurs titres, il les achètera et lorsqu'ils cherchent à acheter des titres, il leur vendra des titres détenus dans son portefeuille. Le courtier assure donc, par la circulation continue des titres financiers, l'équilibre offre/demande en matière de valeurs mobilières et donc la liquidité du marché.

6- Les entités de titrisation (*Securitization Entities*)

Ces entités sont celles qui interviennent dans la chaîne de titrisation analysée dans le titre premier :

- a- Le cédant (Originator) : le cédant est généralement une personne de droit privé mais peut aussi être une personne de droit public. C'est le premier acteur de la chaîne de titrisation dont les actifs constituent le noyau de l'opération de titrisation.
- b- Le véhicule (Servicer) : le véhicule est une entité juridiquement indépendante du cédant, n'ayant pas la personnalité morale, dirigée par l'arrangeur. Le véhicule va recevoir les actifs du cédant pour émettre des titres qui les représentent.
- c- Le gestionnaire (Asset Manager) : le gestionnaire est la personne qui va constituer le véhicule, le gérer et le représenter vis-à-vis des tiers.
- d- Le dépositaire (Trustee) : le dépositaire est l'entité auprès de laquelle les actifs titrisés vont être déposés. Il a pour mission de conserver ces actifs, de surveiller le travail du véhicule et la conformité de toute opération à la loi et aux dispositions du règlement propre au véhicule. De plus, il doit s'assurer que les revenus des opérations effectuées sur les actifs lui sont remis et puis distribués conformément au règlement propre au véhicule.
- e- Le recouvreur (Servicer) : Le recouvreur est la personne chargée de suivre et d'assurer le bon recouvrement des créances pour le compte du véhicule, ainsi que d'informer les investisseurs du déroulement du recouvrement. Généralement, il s'agit du cédant lui-même, mais rien n'interdit qu'une tierce personne soit désignée comme recouvreur.

L'agence de notation (Credit Rating Agencies) : l'agence de notation est l'agence chargée d'évaluer l'opération de titrisation.

7- Les garants financiers (*Credit Insurance Providers/Financial Guarantors*)

Les garants financiers, assureurs d'obligation ou assureurs spécialisés, vendent des assurances qui couvrent le principal et les intérêts reliés à une créance dans le cas où le débiteur de l'acheteur fait défaut au paiement.

8- Les entreprises financières (*Finance Companies*)

On entend par entreprise financières les entreprises financières non bancaire. Il s'agit d'entreprises qui accordent des prêts financés par le marché financier secondaire. Ces

entreprises ne sont pas habilitées à recevoir des dépôts du public et donc financent leurs prêts par l'émission d'obligation ou de papiers commerciaux à court terme.

9- Les sociétés fiduciaires (*Trust Companies*)

Le mot *Trust* signifie confiance en français (fiducia en latin = confiance). Une société fiduciaire est une société qui se spécialise dans la gestion du patrimoine d'une tierce personne. La société fiduciaire agit en tant qu'agent pour une tierce personne qui lui transfère un ou plusieurs actifs. En tant que telle la compagnie *Trust* gère et administre ces actifs pour éventuellement les céder à un bénéficiaire.

Les différentes formes que peuvent prendre ces entités ainsi que les modèles hétérogènes que l'on peut trouver au sein d'une même entité, rendent toute analyse politique ou réglementaire du *Shadow Banking System* quasi-impossible. Ceci est accentué par la multiplicité des cadres légaux et réglementaires qui gouvernent ces entités au sein de différentes juridictions nationales ainsi que par les mutations continues du secteur financier non bancaire⁷⁶.

Ceci a poussé le troisième groupe de travail du CSF à adopter une approche *Activity-Based*, fondée sur cinq fonctions économiques propres aux " autres entités du *Shadow Banking System* ". En optant pour une approche fondée sur l'activité économique, le CSF espère permettre d'appréhender les entités du *Shadow Banking System* de manière plus compréhensive, en mettant l'accent sur la fonction économique qu'elles exercent au sein du *Shadow Banking System* plutôt que sur leur qualification juridique.

Les cinq fonctions économiques retenues par le CSF sont les suivantes :

1- La gestion de véhicules de placement collectifs ayant des caractéristiques qui les rendent susceptibles au *runs*. (*Management of Collective Investment Vehicles with Features that Make them Susceptible to Runs*)

Les *Collective Investment Vehicles* (CIV), ou véhicules de placement collectifs, sont des entités qui permettent aux investisseurs de regrouper leurs fonds pour les investir collectivement dans des titres financiers. Selon la définition du CSF, les CIV regroupent des véhicules de placements, des fonds et les comptes établis pour le regroupement (*Pooling*) des actifs de leurs clients⁷⁷.

⁷⁶ FSB Strengthening Oversight and Regulation of *Shadow Banking* Policy : Framework for Strengthening Oversight and Regulation of *Shadow Banking* Entities August 29th 2013

⁷⁷ FSB – Global *Shadow Banking* Monitoring Report – 12 Novembre 2015 p.20

Le CSF n'inclut pas dans cette fonction économique tous les CIV sinon seulement ceux dont les caractéristiques les rendent susceptibles aux runs, ce qui nécessite une étude délicate des différents types de CIV.

Les runs sont une évolution unidirectionnelle prolongée des prix d'un titre financier. Lorsqu'un certain titre financier marque une période prolongée de gains journaliers, on parle d'*Uptrend*, lorsqu'un certain titre financier marque une période prolongée de perte journalière, on parle de *Downtrend*.

Les CIV qui s'engagent dans l'intermédiation du crédit, par la transformation des liquidités, ou des maturités, ou par le recours aux effets de levier, peuvent s'exposer aux runs de plusieurs manières. Ces runs peuvent être le résultat des investisseurs ou des prêteurs créanciers du CIV.

En effet, les périodes de tension et la déstabilisation du marché en général, ou du CIV plus particulièrement, peuvent fragiliser la confiance qui existe entre CIV et investisseurs. Ces derniers cherchant à faire des gains ou tout de moins éviter les pertes, seront tentés de retirer leurs investissements. Ceci déclenche un effet en boule de neige avec de plus en plus d'investisseurs cherchant dès lors à retirer leurs investissements. Le CIV pourrait même être poussé à faire des *Roll-Over*, c'est-à-dire réinvestir les fonds reçus d'un titre ayant atteint maturité dans de nouveaux titres de même nature afin d'éviter les pertes.

Ces mêmes craintes peuvent pousser les prêteurs à retirer le financement accordé au CIV ou de refuser de le renouveler. En effet, lorsque le CIV a déjà beaucoup de dettes, il a recours à des prêts à effets de levier (*Leveraged Loans*) pour se financer, alors que ces prêts sont plus risqués, ils génèrent plus de revenu pour le prêteur.

Tous ces runs poussent le CIV à vendre leurs actifs à très bas prix (*Fire Sales*) contribuant ainsi à la dépréciation des prix tout au long du marché des actifs de même nature.

2- La fourniture de prêts dépendants du financement à court terme (*Loan Provisions that Depend on Short Term Funding*)

Cette fonction économique concerne les entités qui s'engagent dans l'accord de crédit en dehors du secteur bancaire dès lors que le financement de ces crédits dépend du financement à court terme ou du financement en gros. Alors que ces entités investissent généralement dans des secteurs déterminés, le danger d'une telle fonction économique est accentué lorsque les investissements visent des secteurs cycliques (*Cyclic Sectors*), c'est-à-dire des secteurs dont les revenus fluctuent de manière cyclique. Il en est de même lorsque ces entités sont dépendantes du financement de sociétés mères qui se

trouvent dans des secteurs de nature cyclique. Selon le rapport du CSF, les entités qui exercent une telle fonction économique peuvent jouer un rôle non négligeable dans le cadre de l'arbitrage réglementaire pour permettre aux banques de détourner la réglementation bancaire.

3- Intermédiation de crédit dépendant du financement à court terme ou du financement garanti des activités de leurs clients (*Intermediation of Market Activities that is Dependent on Short-Term Funding or on Secured Funding of Client Assets*)

Cette fonction économique concerne principalement les courtiers (*Broker-Dealers*) et peut inclure les services de courtage de titres (*Securities Broking Services*) et les services de courtage aux fonds spéculatifs (*Prime Brokerage Services*). Ces entités peuvent, selon leur mode de fonctionnement, s'avérer vulnérables face au risque de liquidité, risque concernant la difficulté de liquidation des placements financiers, surtout la liquidité intra-journalière (*Intraday*), c'est-à-dire les fonds accessibles pendant un jour ouvrable permettant à l'entité financière de faire des paiements en temps réel⁷⁸.

Ces entités sont susceptibles aux mêmes risques de runs et roll-over auquel sont soumis les CIV.

4- Facilitation de la création de crédit (*Facilitation of Credit Creation*)

Cette fonction économique concerne les entités qui participent à la création du crédit par le rehaussement du crédit. Alors que ces entités offrent les outils permettant la réduction du risque, leurs activités peuvent résulter dans un transfert incomplet du risque où le risque de contrepartie (*Counterparty Risk*) se substitue au risque du crédit (*Credit Risk*).

5- Intermédiation de crédit basée sur la titrisation et le financement des entités financières (*Securitization-Based Credit Intermediation and Funding of Financial Entities*)

Cette fonction concerne la titrisation des actifs telle que présentée précédemment.

Le caractère pernicieux du *Shadow Banking System*, son mode de fonctionnement non-conventionnel, la précarité de la réglementation aussi bien nationale qu'internationale ainsi que l'absence de définition et de délimitation claire de ce système à risque élevé, assurent qu'à l'état actuel des choses, le *Shadow Banking* Système constitue une menace au système financier international.

⁷⁸Ligne directrice Novembre 2014 Normes de liquidité : Chapitre 6 – Outils de suivi des liquidités intrajournalières Canada

Partie II: Le Shadow Banking System, un système qui menace le système financier international

Notre étude du mode de fonctionnement du Shadow Banking System ainsi que de ses subdivisions montre à quel point ce système est difficile à encadrer. En effet le caractère illusoire de ce dernier ainsi que l'absence de définition suffisamment exhaustive pour permettre quelque supervision et régulation efficace du Shadow Banking System font en sorte que ce dernier constitue une menace pour le système financier international.

L'absence d'encadrement et de réglementation du Shadow Banking System laisse la voie libre au développement et à la croissance de ce dernier dont la taille représente déjà 25% à 30% de la taille du système financier traditionnel. La dépendance de ce dernier de la finance de l'ombre ne laisse pas de doute et ne fait que s'aggraver.

Cette évolution continue et perpétuelle du Shadow Banking System aussi bien au niveau de la taille qu'au niveau des procédés fera l'objet de notre Titre 1.

Il va de soi que toute étude du Shadow Banking System doit passer par l'étude de son rôle dans la crise qui le ramena au jour. Avant la crise de 2008, la notion de finance de l'ombre était méconnue par le commun des mortels et même ne suscitait pas l'intérêt des académiciens et des régulateurs.

Cependant, dix ans après la crise, les véritables raisons derrière cette dernière restent ambiguës. C'est pourquoi nous consacrerons notre Titre 2 à l'étude du Shadow Banking System à la lumière de la crise de 2008 en analysant son rôle dans la crise ainsi que les réactions curatives des régulateurs.

Titre I : Le Shadow Banking System, un système en évolution perpétuelle

L'une des caractéristiques les plus marquantes du *Shadow Banking System* est sa capacité de se développer et de s'adapter de manière continue aux besoins du marché. C'est cette caractéristique même qui fait tout l'intérêt de ce système.

Les différentes entités qui le composent disposent d'une grande marge de manœuvre et de flexibilité afin de leur permettre de satisfaire les besoins croissants du marché en terme de liquidité et de crédit. Il est donc naturel que cette croissance en terme de besoins du marché financier se traduise par une croissance dans la taille du Shadow Banking System. Les chapitres qui suivent montreront que même la crise de 2008 n'était pas suffisante pour freiner la croissance du *Shadow Banking System*.

Cependant, l'étude de l'évolution continue du système de finance de l'ombre ne peut se limiter à la simple croissance dans la taille globale du Shadow Banking system et celle des différentes entités qui le composent (Chapitre 1).

En effet, le développement continu du Shadow Banking System en parallèle avec la croissance en terme de besoin du marché financier, se traduit tout naturellement par le développement et la multiplication des imbrications qui existent entre finance de l'ombre et finance traditionnelle.

Ces différentes imbrications et interconnexion ainsi que le développement d'un Shadow Banking Virtuel suite aux avancées technologiques en termes de finance virtuelle se traduisent par un développement continu des menaces que pose le Shadow Banking System (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Le *Shadow Banking System* en croissance continue

Conformément aux recommandations du G20 lors du sommet de Seoul en novembre 2010, et dans le cadre d'un effort de réglementation et de contrôle du *Shadow Banking System*, le Conseil de la Stabilité Financière s'est engagé d'établir un rapport annuel de suivi du *Shadow Banking System* (*Global Shadow Banking Monitoring Report*) pour en évaluer les risques et les tendances.

Le premier rapport intitulé: “ *Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation* ” fut établi le 11 octobre 2011. Ce rapport met en place un cadre méthodologique d'évaluation du *Shadow Banking System* à être suivi dans les rapports annuels à venir.

Selon cette méthodologie, les autorités responsables de l'étude et de la réglementation du *Shadow Banking System* doivent, dans une première étape, adopter une approche à l'échelle qui englobe toutes les opérations d'intermédiations de crédit qui se déroulent en dehors du secteur bancaire traditionnel et qui pourraient potentiellement menacer le système financier global. Pour cela, le CSF se base sur des données de flux de capitaux et des bilans sectoriels. Cette approche doit être, dans une deuxième étape, restreinte pour permettre une analyse plus granulaire du *Shadow Banking System*. Cette approche plus méticuleuse vise à la mise en œuvre de politiques réglementaires susceptibles d'encadrer et de remédier aux risques que comporte ce système.

Ces changements imposés aux unités de base d'évaluation du *Shadow Banking System*, en plus des fluctuations en termes de qualité, et de quantité, des informations présentées par les différentes juridictions, font obstacle à une comparaison étroite entre les résultats des différents rapports annuels. Il est cependant nécessaire de les envisager pour faire la lumière sur la croissance continue du *Shadow Banking System*.

Nous allons présenter dans une première section les résultats des différents rapports établis par le Conseil de la Stabilité Financière quant à la taille globale du *Shadow Banking System*, pour ensuite présenter les résultats de ces rapports quant à la taille des différentes entités qui composent ce système. Afin d'éviter toute confusion qui pourrait découler d'une comparaison des données des différentes organisations, nous nous contenterons d'envisager les rapports du CSF en la matière.

Section 1 : La croissance globale continue du Shadow Banking System

Conformément aux recommandations du G20 suite au sommet de Seoul de 2010, et suite à l'établissement des accords de Bâle III, le CSF a formé un détachement spécial responsable de l'étude et du suivi du *Shadow Banking System* et ses risques systémiques. Les estimations présentées ci-dessous sont les résultats des différents rapports annuels établis par ce comité :

1- Estimation de 2011

Le détachement établit son premier rapport le 27 octobre 2011, sous l'intitulé "*Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation*".

Ce rapport envisage deux unités de base différentes : une unité globale composée de six pays⁷⁹ en plus de l'ensemble de la Zone Euro (6+ZE). Cette unité de base offre une idée plus globale mais moins précise de la taille du *Shadow Banking System*, étant donné que l'information relative à la Zone Euro provient de la Banque Centrale d'Europe et de ce fait, manque de pragmatisme.

Afin de remédier à ce manque de précision, le CSF adopte une deuxième unité de base composée d'onze pays, en limitant la Zone Euro aux cinq pays européens membres du conseil⁸⁰.

Selon les estimations dans la zone 6+ZE, la taille du *Shadow Banking System* en 2002 était de 27 billions de dollars américains (USD). Ces mêmes estimations montrent que la période qui a précédé la crise de 2008 était marquée par une croissance exponentielle dans la valeur des actifs du *Shadow Banking System*, alors estimé à 60 billions USD. Cette croissance était accompagnée, en parallèle, par une croissance dans la valeur des actifs bancaires traditionnels.

Cette croissance est interrompue par la crise de 2008 marquée par une chute dans la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* qui tombent à 56 billion USD. La croissance reprend cependant après la crise et les actifs en question atteignent une valeur de 60 billions USD en 2010.

Selon, des estimations plus concises obtenues sur le fondement d'informations en provenance de la zone des onze juridictions, la taille du *Shadow Banking System* était de 23 billions USD en 2002. Bien qu'il y ait un décalage de 4 billions USD par rapport à

⁷⁹ Australie, Canada, Japon, Koré, Angleterre, Etats-Unis.

⁸⁰ Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas.

l'estimation fondée sur l'information en provenance de la zone 6+ZE, le même schéma de croissance et décroissance se reproduit. En effet, la période précédant la crise est caractérisée par une croissance rapide de la valeur des actifs du *Shadow Banking System* qui atteint 50 billions USD en 2007. Sous l'effet de la crise, la valeur de ces actifs tombe à 47 billions USD en 2008 mais remonte à 51 billions USD en 2010.

Ce décalage dans la taille du *Shadow Banking System*, entre la zone 6+ZE et la zone des onze juridictions, laisse entendre que les cinq pays de la Zone Euro, membre du CSF, comptent pour la grande partie des activités du *Shadow Banking System* en Europe.

Pour donner une image plus claire de la signification de ces chiffres, il faut noter que la valeur des actifs du *Shadow Banking System*, en 2011, comptait pour 25% à 30% du système financier global et pour à peu près la moitié de la valeur des actifs bancaires globaux.

Alors, la crise de 2008 se caractérise par une chute dans la valeur globale des actifs du *Shadow Banking System*, cette dernière retrouve le statu quo, atteint en 2007, deux ans après la crise témoignant ainsi de la croissance continue du *Shadow Banking System*, même après la crise des subprimes.

2- Estimations de 2012

Le deuxième rapport fut établi le 18 novembre 2012 sous l'intitulé " *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012* ".

Conformément au schéma méthodologique établi par le " *Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation* " de 2011, le rapport de 2012 a élargi le rayon des estimations pour englober 25 juridictions différentes⁸¹. Cette nouvelle unité de base permet au CSF de couvrir, par ses estimations, 86% du PIB global et 90% des actifs du système financier global contre respectivement 60% et 70% en 2011.

Le rapport de 2012 utilise des données de fin 2011 et emploie, comme ce dernier, deux unités de base différentes :

La première est composée de 20 pays plus la Zone Euro (20+ZE). Alors que la deuxième est composée de 25 pays, la Zone Euro étant réduite aux cinq pays membres du CSF. Les estimations fondées sur la nouvelle unité de base, composée de 25 juridictions, ont augmenté la valeur des actifs du *Shadow Banking System* de 5 à 6 billions USD par rapport aux données relatives aux 11 juridictions.

⁸¹24 pays membres du CSF + le Chili.

Selon les nouvelles données en provenance de la zone 20+ZE, la valeur de l'ensemble des actifs du *Shadow Banking System* en 2002 était de 26 billions USD. Cette valeur a plus que doublé en 2007 pour atteindre 62 billions USD. Durant la crise de 2008, cette valeur est tombée à 59 billions USD. La période suivant la crise est caractérisée par une croissance rapide de la valeur des actifs du *Shadow Banking System* qui atteint 67 billions USD en 2011.

Les juridictions ayant le plus contribué à cette croissance sont la Suisse: 1.3 billion USD, Hong Kong: 1.3 billion USD, le Brésil: 1.0 billion USD et la Chine: 0.4 billion USD.

Bien que la valeur des actifs du *Shadow Banking System* soit en croissance continue, et que ces actifs comptent pour à peu près la moitié de la valeur des actifs bancaires, la part du *Shadow Banking System* dans l'intermédiation financière globale a régressé suite à la crise de 2008. Alors que le *Shadow Banking System* comptait pour 27% des intermédiations financières globales en 2007, ce taux est tombé en 2008 pour se stabiliser à 25% entre 2009 et 2011.

La taille du *Shadow Banking System* dans la zone 20+ZE est aussi importante par rapport au PIB global de cette dernière. En 2011, la valeur des actifs du *Shadow Banking System* représentait 111% du PIB global des juridictions de la zone 20+ZE. Ces données montrent un déclin par rapport au seuil de 128% atteint en 2007.

La croissance du *Shadow Banking System* concerne la majorité des juridictions de la zone 20+ZE. Après la crise de 2008, le *Shadow Banking System* a continué à se développer dans 16 pays alors que seulement 9 ont marqué un déclin dans la taille de ce système (Australie, Canada, France, Italie, Pays-Bas, Arabie Saoudite, Espagne, Turquie, Etats-Unis). Alors que cette croissance concerne généralement les économies émergentes, comme l'Inde et l'Indonésie dont le taux de croissance annuel dépasse les 20%, certaines économies développées, comme l'Angleterre et la Suisse marquent un taux de croissance annuel assez rapide de 10% et 6% respectivement.

Une étude individuelle des données en provenance de chaque juridiction de la zone 20+ZE montre que l'évolution du *Shadow Banking System* n'est pas uniforme dans les différentes juridictions concernées. Il existe en effet une hétérogénéité qui peut toucher à la taille du système en question par rapport au système financier global, ou par rapport au PIB, ainsi qu'aux taux de croissance du *Shadow Banking System*. Cette hétérogénéité se présente comme telle :

Quant à la taille du *Shadow Banking System* par rapport au système financier global, les Etats-Unis sont caractérisés par le *Shadow Banking System* le plus large avec une valeur

totale de 23 billions USD, bien que la part représentative des Etats-Unis dans le *Shadow Banking System* global ait chuté de 44% en 2005 à 35% en 2011. Cette chute est accompagnée en parallèle par une croissance respective de 22 billion USD et 9 billion USD dans la valeur des actifs du *Shadow Banking System* dans la Zone Euro et en l'Angleterre.

Quant à la taille du *Shadow Banking System* par rapport aux autres institutions financières nationales, les Pays-Bas semblent avoir le secteur d'intermédiation non bancaire le plus large équivalent à 45% de la taille des autres institutions financières nationales. Les Etats-Unis disposent d'un *Shadow Banking System* représentant 35% de la taille des autres institutions financières nationales, par Hong Kong à 35%, la Zone Euro à 30% et enfin la Suisse, l'Angleterre, Singapour et la Corée dont le *Shadow Banking System* représente 25% de la taille des autres institutions financières nationales.

Quant à la taille du *Shadow Banking System* par rapport au PIB national, elle représente 520% du PIB national à Hong Kong contre 490% pour les Pays-Bas, 370% pour l'Angleterre, 260% pour Singapour et enfin 210% du PIB national pour la Suisse. Ces taux élevés s'expliquent par l'importance du système bancaire dans ces cinq juridictions par rapport à leur PIB national. De plus, ces juridictions constituent des centres d'activités financières dont les auteurs sont des institutions financières étrangères.

Les données présentées dans le rapport de 2012 permettent de distinguer trois catégories de juridictions selon la nature de leurs marchés financiers :

- 1- Les économies développées comme l'Australie, le Canada, la France, l'Allemagne et le Japon où le marché financier est dominé par l'intermédiation bancaire avec une part d'intermédiation non bancaire qui ne constitue pas plus de 20% du système financier.
- 2- Les économies où la part des intermédiations non-bancaire dépasse les 20% et est généralement similaire ou supérieure à celle de l'intermédiation bancaire.
- 3- Les économies émergentes et en développement comme l'Argentine, l'Indonésie, la Chine, la Russie et l'Arabie Saoudite, où la part de la finance publique ou des banques centrales est importante et la part des intermédiations non bancaires est assez réduite.

3- Estimations de 2013 :

Le troisième rapport fut établi le 14 novembre 2013 sous l'intitulé " *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013* ".

Comme les rapports précédents, le rapport de 2013 emploie deux unités de base pour étudier la taille du *Shadow Banking System*:

La première est composée de 20 juridictions plus la Zone Euro (20+ZE), alors que la deuxième est composée de 20 juridictions plus les 5 pays de la Zone Euro membres du CSF.

Ce rapport utilise des données de fin 2012. Conformément aux recommandations du rapport de 2011 et après l'élargissement du rayon d'étude du *Shadow Banking System* en 2012, le troisième rapport annuel du CSF vient restreindre ce domaine d'étude en écartant toute activité non bancaire qui ne touche pas directement à l'intermédiation du crédit ou qui est comptabilisée de manière prudentielle dans des groupes bancaires.

Les résultats du suivi de 2013 montrent que la croissance du *Shadow Banking System* a continué durant l'année 2012. La valeur des actifs de ce système a augmenté de 5 billions USD pour atteindre 71.2 billions USD vers la fin de 2012.

La part du *Shadow Banking System* dans le système financier global est restée quelque peu stable ne dépassant pas les 24% alors que la part du système bancaire était à 46.7% du système financier global. Ceci revient à dire qu'en 2012 la valeur des actifs du *Shadow Banking System* représentait 52% de la valeur des actifs du système bancaire traditionnel. Selon les nouvelles estimations, le taux de croissance de l'intermédiation non bancaire est passé de +0.6% en 2011 à +8.1% en 2012. Cependant, les taux ne présentent pas les mêmes caractéristiques dans toutes les juridictions. Bien au contraire, il existe de grandes disparités, comme par exemple, entre l'Espagne qui marque une chute de 11% dans ses intermédiations non bancaires et la Chine qui marque une croissance de 42%.

En 2012, la valeur des actifs du *Shadow Banking System* représentait 117% du PIB global des juridictions concernées.

Ce rapport de 2013 met en évidence, comme celui de 2012, les grandes disparités qui existent entre les différentes juridictions concernant la taille et l'évolution du *Shadow Banking System*.

En effet, selon les données de 2012, les *Etats-Unis* ont toujours le *Shadow Banking System* le plus large ayant une valeur de 26 billions USD.

Par rapport aux données de 2011, la part des *Etats-Unis* dans le *Shadow Banking System* global est passée de 35% à 37% en 2012.

La valeur des actifs du *Shadow Banking System* européen, quant à elle, a atteint les 22 billions USD, suivie par l'Angleterre avec 9 billions USD et le Japon avec 4 billions. Il faut cependant noter que par rapport aux données de 2011, la part de l'Angleterre dans le *Shadow Banking System* global, en 2012, est tombée de 14% à 12%.

Les données de fin 2012 montrent une croissance dans la taille des intermédiations non bancaires dans la majorité des juridictions à l'exception de l'Espagne, de l'Angleterre et de l'Italie. Les marchés émergents témoignent toujours de la croissance la plus rapide des intermédiations non bancaires. En effet, les dix juridictions ayant montré les taux de croissance les plus rapides font partie des économies émergentes. La Chine, l'Argentine, l'Inde et l'Afrique du Sud ont, par exemple, marqué des taux de croissance supérieurs à 20%.

Quant à la taille du *Shadow Banking System* par rapport au PIB national, les Pays Bas et l'Angleterre se caractérisent par des systèmes d'intermédiation non bancaire deux fois plus grands que leurs PIB. Pour la majorité des économies émergentes, la taille des systèmes d'intermédiation non bancaire reste relativement petite par rapport au PIB national. L'Inde, la Turquie, l'Indonésie, l'Argentine, la Russie disposent de systèmes d'intermédiation non bancaire dont la taille est inférieure à 20% du PIB.

4- Estimations de 2014:

Le troisième rapport fut établi le 30 octobre 2014 sous l'intitulé " *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014* ".

Comme les rapports précédents, le rapport de 2014 regroupe les données de 25 juridictions et utilise deux unités de base pour récolter les données relatives à la taille du *Shadow Banking System*.

La première est constituée de 20 juridictions plus la Zone Euro (20+ZE), alors que la deuxième est composée de 20 juridictions plus les 5 pays de la Zone Euro membres du CSF.

Ce rapport ajoute cependant une troisième unité de base composée de 23 juridictions.

Le rapport de 2014 fait référence dans ses estimations à un devis prudentiel d'intermédiation non bancaire qui se base sur des données de flux de capitaux dans tous les secteurs qui comportent un risque de *Shadow Banking*. Ce devis prudentiel se nomme le MUNFI (*Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*). Conformément à la méthodologie établie dans le rapport de 2011, le rapport de 2014 restreint le cadre d'étude et exclut les activités financières non-bancaires qui ne participent pas à

l'intermédiation de crédit ou qui sont consolidées dans les bilans de banques traditionnelles.

Selon le MUNFI, la taille des intermédiations non bancaires a augmenté de 7% en 2013 et ceci après ajustements des taux de change. La valeur des actifs du *Shadow Banking System* dans la zone 20+ZE a donc augmenté de 4.8 billions USD pour atteindre un total de 75.2 trillion USD en 2013.

Dans la zone 20+ZE, les actifs de MUFNI représentent 25% du total des actifs financiers globaux. Cette part a augmenté de 1% après avoir été stable à 24% pendant les cinq dernières années. En parallèle, la part du système bancaire traditionnel dans le total des actifs financiers globaux a continué à chuter pour une deuxième année consécutive pour atteindre 46% de ce total en 2013.

La taille du *Shadow Banking System* par rapport au PIB global a continué à croître et atteint 120% du PIB global en 2013 se rapprochant ainsi du seuil de 124% atteint en 2007.

Bien que le système d'intermédiation non bancaire marque une croissance globale de 7%, les taux de croissance nationaux restent hétérogènes pouvant aller d'un taux négatif de -6% pour l'Espagne à un taux de croissance de +50% pour l'Argentine.

Les données plus granulaires, en provenance des 23 juridictions, permettent de réduire le MUNFI de 27 billions USD. La valeur totale des intermédiations non bancaires est alors réduite à 35 billions USD au lieu de 62 billions. Selon les données de cette même unité de base, le taux de croissance du *Shadow Banking System* en 2013 est réduit de 6.6% à 2.4%.

Selon l'unité de base composée de 25 juridictions, la valeur totale des intermédiations non bancaire atteint 63.8 billions USD en 2013.

Conformément aux années précédentes, les économies développées renferment toujours les secteurs d'intermédiation non bancaire les plus larges. Cependant, les économies émergentes marquent des taux de croissance plus rapides, neuf d'entre elles ayant des taux de croissance annuelle supérieurs à 10%.

Les mêmes disparités existent toujours quant à la taille des différents *Shadow Banking System* nationaux. Les *Shadow Banking System* de la Zone Euro et des Etats-Unis constituent, à eux seuls, le tiers du total des actifs de l'intermédiation non bancaire ayant avec un peu plus de 25 billions USD par système. Le *Shadow Banking System* de l'Angleterre, dont la valeur s'élève à 9.3 billions USD, constitue 20% de l'ensemble des intermédiations non bancaires dans la zone 20+ZE. Les *Shadow Banking System* de ces

trois juridictions constituent à eux seuls 80% du total des actifs de l'intermédiation non bancaire globale et leur valeur s'élève à 53% des actifs bancaires globaux.

5- Estimations de 2015

Le quatrième rapport fut établi le 12 novembre 2015 sous l'intitulé " *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015* ".

Ce rapport emploie des données de fin 2014 et a recours à une nouvelle unité de base composée de 26 juridictions (26+ZE). Cette nouvelle unité de base permet de couvrir 80% du PIB global et 90% des actifs du système financier global.

Cependant, l'innovation de ce rapport ne réside pas dans la nouvelle unité de base mais dans l'emploi des cinq fonctions économiques, présentées dans la partie précédente, pour étudier la taille du *Shadow Banking System* et son évolution. Cette approche basée sur l'activité économique a permis de restreindre la cadre d'étude en éliminant toutes entités financières ne posant pas de risques liés au *Shadow Banking*,

La valeur des actifs du *Shadow Banking System*, basée sur les cinq fonctions économiques, a augmentée de 1.1 billion USD (10.1%) pour atteindre 36 billion USD dans la zone 26+ZE+ZE en 2014. Selon ces estimations, la valeur des actifs du *Shadow Banking System* a augmenté de 1.3 billion USD (6.3%) par an depuis 2011. La taille des OIF, elle, a augmenté de 1.4 billion USD (9%) pour atteindre 68 billions en 2014 dans la zone 26+ZE+ZE, ceci équivaut à une croissance annuelle de 6.3% par an depuis 2011. Quant à la valeur des actifs du système bancaire traditionnel, cette dernière a augmenté de 6.4% en 2014 et atteint une valeur de 135 billions ce qui équivaut à une croissance annuelle de 5.6% depuis 2011.

Selon cette nouvelle unité de base la taille du *Shadow Banking System* représente 12% du total de la taille du système financier. Quant à la taille du *Shadow Banking System* par rapport au PIB global, elle a continué à croître et atteint 59% du PIB global en 2014 par rapport à 55% en 2012.

Le recourt à une approche fondée sur l'activité économique n'a pas atténué les disparités qui existent entre la taille des *Shadow Banking System* nationaux. Comme toujours, le *Shadow Banking System* des Etats-Unis est le plus large, ayant une valeur de 14.2 billions USD et comptant pour plus du tiers de l'ensemble des actifs du *Shadow Banking System* dans la zone 26+ZE. Le *Shadow Banking System* de l'Angleterre a une valeur de 4.1 billions USD et constitue 11.4% de l'ensemble du *Shadow Banking System* dans la zone 26+ZE. L'Europe compte pour 29% du total des actifs du *Shadow Banking System*.

Bien que le *Shadow Banking System* soit en croissance, ces données montrent un déclin dans les actifs de ce système dans les économies développées. Ce déclin est contrebalancé par une croissance accrue dans les économies de marchés émergents. En effet, la part des économies de marchés émergents dans le *Shadow Banking System* global a doublé depuis 2010 et constitue 12% de cet ensemble en 2014.

Section 2 : La croissance continue des différentes entités du Shadow Banking System

1- Estimations de 2011

Selon ces estimations, la grande majorité des entités du *Shadow Banking System* en 2010 était des fonds d'investissement autre que des fonds de marchés financiers. Ce type d'entités représentait 32% de l'ensemble des entités du *Shadow Banking System*.

Quant aux fonds de marchés financiers, ils ont connu une croissance rapide avant la crise. Alors que la valeur de leurs actifs pour les onze juridictions concernées était de 2.9 billions USD en 2002, elle devient 4.8 billions USD en 2008. Cependant, la crise de 2008 a fait chuter la valeur de ces actifs à 3.9 billions en 2010. Quant à la valeur des actifs dans la zone 6+ZE, zone où toute l'Europe est prise en compte en vertu d'informations en provenance de la banque centrale d'Europe, elle atteint 4.8 billions USD en 2010.

Les véhicules de finance structurée, quant à eux, constituent 9% de l'ensemble du *Shadow Banking System*.

Comme pour l'ensemble du *Shadow Banking System*, il existe une hétérogénéité entre les tailles des différentes entités au sein des différentes juridictions. Les Etats-Unis disposent du système de marché monétaire financier le plus large avec une valeur d'actif total de 3.0 billions en 2010, soi-disant deux fois la taille des FMM dans l'ensemble de l'Europe, dont la valeur s'élève à 1.5 billions. Les Etats-Unis sont suivit de prêt par la France et le Japon.

2- Estimations de 2012

Selon ce rapport, le secteur des " autres institutions financières ", institutions financières qui ne sont pas des banques, peut être décomposé en neuf sous-secteurs. Les fonds d'investissement autres que les FMM, les véhicules de finance structurée, les courtiers, les entreprises financières, les holdings financières, les FMM, les sociétés de financement américaines (*US Funding Corporations*), les institutions spéciales de financement néerlandaises et les fonds spéculatifs. On ajoute un dixième sous-secteur, celui des autres

institutions non identifiées, institutions financières qui ne font parties d'aucun des neuf sous-secteurs.

L'approche plus granulaire, adoptée dans le rapport de 2012, a permis de réduire la part des institutions non identifiées de 36% selon l'unité de base des 11 juridictions, à 18% selon l'unité de base des 25 juridictions et 33% selon l'unité de base des 20 juridictions. Contrairement aux estimations relatives à la taille du *Shadow Banking System* dans sa totalité, les estimations concernant la taille des entités de ce système se concentrent sur les informations plus granulaires en provenance de la zone de 25 juridictions.

En fonction de ces informations, les fonds d'investissements autre que des FMM constituent toujours la grande majorité des entités du *Shadow Banking System*. La valeur de leurs actifs représente 19 billions USD soi-disant 35% de l'ensemble des intermédiations financières non-bancaires. Ce sous-secteur comporte différentes entités et peut même inclure les fonds spéculatifs dans les juridictions où il s'avère difficile de les séparer des autres fonds d'investissement.

Les véhicules de finance structurée occupent toujours la deuxième place avec une valeur de 5 billions USD et représentent 9% de l'ensemble des intermédiations financières non-bancaires.

Selon les estimations de la ICI (*Investment Company Institute*), les fonds non-equity correspondent à 9% des intermédiations financières non-bancaires, cependant, ce chiffre peut varier selon les estimations utilisées vu qu'il existe des différences entre les estimations fondées sur les flux de fonds et les estimations de la ICI.

Les courtiers, les entreprises financières, les holdings financières, et les fonds de marché monétaires constituent chacune 7% de l'ensemble des intermédiations financières non-bancaires avec des actifs propres dont la valeur s'élève à 4 billions USD pour chaque institution.

Il existe parmi les entités du *Shadow Banking System*, des entités propres à certaines juridictions, comme les sociétés de financement américaines (*US Funding Corporations*), les institutions spéciales de financement néerlandaises (*Dutch Special Financing Institutions*). Ces institutions représentent respectivement 5% et 4% du total des institutions financières non bancaires.

Finalement, les fonds spéculatifs représentent 0.4% des institutions non-bancaires. Cependant, ce chiffre peut être trompeur. En effet, les données du CSF en matière de fonds spéculatifs sont très précaires, d'une part du fait du manque de données dans certaines juridictions et d'autre part du fait de la nature même des fonds spéculatifs qui

sont généralement établis en off-shore dans des juridictions dont la plupart échappe au contrôle du CSF.

Les données établies par d'autres autorités de réglementation, et autres institutions, peuvent être plus pragmatiques. Selon la *Hedge Fund Research* (HFR), les fonds spéculatifs détenaient des actifs dont la valeur s'élevait à 2 billions USD, durant le premier quart de 2012, soit 14% et 50% de plus que les actifs détenus par ces mêmes fonds en 2007 et 2008 respectivement.

Il existe un grand déséquilibre dans la répartition de ces institutions financières non bancaires dans les différentes juridictions.

Le sous-secteur des courtiers se trouve en grande majorité aux Etats-Unis (52%) et au Japon (42%). Ceci est dû en grande partie au fait que dans d'autres juridictions, les courtiers ne sont pas isolément identifiés par rapport aux autres institutions dans le cadre des études des flux de fonds.

Les entreprises de financement, elles aussi, se trouvent en grande majorité aux Etats-Unis (43%), au Japon (18%) et en Chine (11%).

Les FMM sont, presque dans leur totalité, concentrés aux Etats-Unis et en Europe qui regroupent, à eux seuls, 90% du sous-secteur des FMM.

Alors que les véhicules de finance structurée et les FMM ont marqué un déclin respectif de 12% et 5% en 2012, la taille du reste des sous-secteurs est restée quelque peu stable. Cependant, certains sous-secteurs ont connu une croissance annuelle de plus de 10%, surtout dans les économies de marché émergent, ou dans des juridictions où les sous-secteurs en question ne prennent pas beaucoup d'ampleur. Le tableau ci-dessous donne un aperçu général des taux de croissance dans différentes juridictions.

Croissance rapide des sous-secteurs par juridiction entre 2007 et 2011.

	FMM	Entreprises financières	Véhicules de finance structurés	Autres fonds d'investissements	Courtiers	Holdings financières
Argentine	11%		18%			
Brésil		21%		11%		
Canada				24%		
Chine	33%	33%				
Hong Kong		12%				
Inde		25%				
Indonésie		24%	59%			
Koré					13%	18%
Russie						

Global *Shadow Banking* Monitoring Report 2012 page 19.

3- Estimations de 2013

On retrouve dans ce rapport la même décomposition du secteur des “ autres institutions financières” en neuf sous-secteurs. Cependant, le sous-secteur des autres fonds d'investissement est à son tour décomposé en sous-secteurs. La notion d'autres fonds d'investissement est très large et peut être ambiguë.

C'est pourquoi le CSF a décomposé ce sous-secteur en 3 sous sous-secteurs:

- Les *Equity Funds*,
- Les *Fixed Income /Bond Funds*,
- Les fonds qui n'entrent dans aucune de ces deux catégories.

Le secteur des autres fonds d'investissement a connu une croissance de 16% en 2012 et constitue toujours le sous-secteur le plus large. Avec une valeur d'actifs de 21 billions USD, il représente 35% de l'ensemble des actifs des institutions financières non bancaires. Ce secteur se décompose tel que suit :

- Les *Equity Funds* représentent 44% des autres fonds d'investissement et disposent d'actifs dont la valeur est de neuf billions USD ;
- Les *Fixed Income/Bond Funds* représentent 34% des autres fonds d'investissement et disposent d'actifs dont la valeur est de 7 billions USD ;
- Les entités qui n'entrent dans aucun de ces sous sous-secteurs représentent 15% des autres fonds d'investissement et ont une valeur de 3 billions USD.

Il reste 7% des actifs des autres fonds d'investissement, soi-disant 1 billion USD, dont la valeur est non comptabilisée car les juridictions participantes au recensement n'ont pas pu allouer à une des catégories.

Le sous-secteur des courtiers (*Broker Dealers*) marque une croissance de 3.7%. Il constitue le deuxième sous-secteur le plus large et représente 12% de l'ensemble des institutions financières non-bancaires avec des actifs de 7 billions USD. 98% de ce sous-secteur se trouve, en parts inégales, dans 5 juridictions. L'Angleterre dispose du sous-secteur le plus large représentant 39% de l'ensemble du sous-secteur des courtiers. Le sous-secteur étatsunien représente 28% de l'ensemble des courtiers alors que le sous-secteur du Japon, du Canada et de la Corée représentent respectivement 21%, 6% et 4% de l'ensemble du sous-système global. A savoir que ces estimations incluent les courtiers consolidés dans les bilans de banques traditionnelles.

Le sous-secteur des véhicules de finance structurée constitue la troisième subdivision la plus large et compte pour 8% des institutions financières non-bancaires. La valeur des actifs de ce sous-système est de 5 billions USD, fin 2012. Ce sous-secteur a connu une croissance de 9.9% en 2012. A peu près la moitié de l'ensemble des véhicules de finance structurée se trouve aux États-Unis et en Angleterre qui constituent respectivement 35% et 13% de l'ensemble de ce système.

Les entreprises financières, représentent des actifs de 4.5 billions USD soit 8% de l'ensemble des institutions financières non-bancaires. Ce sous-secteur a connu une croissance de 0.6% en 2012.

Le sous-secteur des FMM détient des actifs dont la valeur est de 3.8 billions USD soit 6% de l'ensemble des institutions financières non-bancaires. 80% de ce sous-secteur se trouve aux États-Unis et en Europe. Ce sous-secteur a connu une croissance de 1.8 % en 2012.

Le sous-secteur des fonds spéculatifs reste difficile à encadrer du fait que ces entités sont domiciliées en offshore, dans des pays exclus de l'étude du CSF, et du manque de granularité dans les données relatives aux fonds spéculatifs. Selon les estimations du CSF, la valeur des actifs de ce sous-système est de 0.1 billion USD et a connu une croissance de 11% en 2012. Cependant, ces données sont toujours précaires et imprécises. Selon les données de l'OICV, Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, la valeur des actifs des fonds spéculatifs était de 1.94 billion USD en septembre 2012.

Les actifs des sociétés de financement américaines (*US Funding Corporations*) et ceux des institutions spéciales de financement néerlandaises (*Dutch Special Financing Institutions*) représentaient respectivement 4% et 5% de l'ensemble des institutions

financières non-bancaires et ont connu une croissance respective de 1.5% et 1.6% en 2012.

L'approche méthodologique adoptée dans ce rapport a permis de réduire la taille des institutions financières non identifiées à 9% de l'ensemble des institutions financières non-bancaires.

4- Estimations de 2014

Le rapport de 2014 se distingue par l'emploi du MUNFI dans la zone de 25 juridictions, en plus de l'intégration de deux nouveaux sous-secteurs : les compagnies *Trust* et les *Real Estate Investment Trust And Funds* (société civile de placement immobilier) REIT. Parmi les 25 juridictions, 19 ont présentées des données pour aux moins un des deux sous-secteurs.

Les REIT sont des intermédiaires financiers qui investissent de manière principale dans des projets immobiliers générateurs de revenus, des dérivés hypothécaires, des nantissements (*Liens*) et des *Mortgage Backed Securities* (MBS).

Comme les années précédentes, le sous-secteur des autres fonds d'investissement est le plus large avec des actifs dont la valeur atteint 24 billions USD, soit 38% des actifs du MUNFI en 2013. Ceci revient à une croissance de 20%.

Ce sous-secteur se subdivise de la façon suivante :

- Fonds d'investissement privés (*Equity Funds*) : représentent 51% des autres fonds d'investissement et disposent d'actifs dont la valeur est de 12.4 billions USD.
- *Fonds à revenu fixe (Fixed Income Funds)*:représentent 32% des autres fonds d'investissement et disposent d'actifs dont la valeur est de 7.6 billions USD.
- Autres fonds : représentent 17% des autres fonds d'investissement et disposent d'actifs dont la valeur est de 4.1 billions USD.

Le sous-secteur des courtiers a connu une croissance de 1.6% en 2013. La valeur des actifs détenus par ces entités est de 9.3 billions USD soit 15% de l'ensemble des actifs du MUNFI.

Les actifs du sous-secteur des véhicules de finance structurée ont continué à régresser en 2013 et représentent désormais 8% des actifs du MUNFI avec une valeur de 5 billions USD.

Les actifs du sous-secteur des entreprises financières sont de 4.1 billion USD et représentent 6% de l'ensemble des actifs du MUNFI.

Le sous-secteur des FMM a connu une croissance de 3% en 2013. La valeur de ses actifs est de 3.8 billion USD et représente 6% des actifs du MUNFI.

Les REITs ont régressé de 1.3% après une croissance moyenne de 9% entre 2007 et 2012. La valeur de leurs actifs est de 2.0 billions USD et représentent 3% du MUNFI. Alors que les actifs des compagnies *Trust* ont la même valeur et représentent le même pourcentage du MUNFI, ils ont connu une croissance impressionnante de 40% en 2013. Cette croissance se situe dans la lignée des taux de croissance des années précédentes et est due à la petite taille de ce sous-secteur.

Les actifs des fonds spéculatifs représentent toujours 0.1 billion USD en 2013, mais le même problème se pose quant à la précarité des données. Selon les estimations de la *Hedge Fund Research*, les actifs gérés par les fonds spéculatifs ont une valeur de 2.9 billions USD concentrés dans leur majorité en Angleterre et aux Etats-Unis. Selon des estimations nationales propres à chaque juridiction, les actifs des fonds spéculatifs dans ces deux juridictions sont respectivement de 470 milliards USD et 5 billions USD.

Les actifs des sociétés de financement américaines (*US Funding Corporations*) et ceux des institutions spéciales de financement néerlandaises (*Dutch Special Financing Institutions*) représentaient respectivement 2.0 billions USD et 4.6 billions USD. Alors que les institutions néerlandaises ont connu une légère croissance, les sociétés de financement américaines ont contracté de 2.6%.

5- Estimations de 2015

En 2015, le conseil de stabilité financière a introduit des améliorations méthodologiques en adoptant une approche fondée sur cinq fonctions économiques différentes qui, selon ce conseil, posent des risques qui menacent le système financier. Cette approche fonctionnelle a permis de réduire la taille totale du *Shadow Banking System* de 70% par rapport à l'approche institutionnelle fondée sur le MUNFI, et ceci selon la même unité de base de 26 juridictions. Ce développement méthodologique a permis de ramener la valeur totale des actifs des institutions financière non bancaire à 36 billions USD. L'approche fonctionnelle se décompose de la manière suivante :

La première approche économique relative à la gestion de véhicules de placement collectifs, ayant des caractéristiques qui les rendent susceptibles aux runs, est la plus développée. Ceci est vrai, aussi bien par rapport à la taille totale du *Shadow Banking System* que par rapport à la taille de cette fonction dans les différentes juridictions. Selon les données de fin 2014, la valeur des actifs de cette fonction économique constitue à peu

près la moitié de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 21.6 billions USD. Entre 2010 et 2014, la fonction économique relative à la gestion de véhicules de placement collectifs, ayant des caractéristiques qui les rendent susceptibles aux runs, a connu une croissance de 15.9%.

La deuxième fonction économique relative à la fourniture de prêts dépendant du financement à court terme, représente selon les données de fin 2014, 7% de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 2.4 billion USD. Entre 2010 et 2014, la fonction économique relative à la fourniture de prêts dépendant du financement à court terme a connu une croissance de 5.6%.

La troisième fonction économique relative à l'intermédiation de crédit dépendant du financement à court terme, ou du financement garanti des activités de leurs clients, représente, selon les données de fin 2014, 11% de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 3.9 billion USD. Entre 2010 et 2014, la fonction économique relative à l'intermédiation de crédit dépendant du financement à court terme, ou du financement garanti des activités de leurs clients, a connu une croissance de 10.0%.

La quatrième fonction économique relative à la facilitation de la création de crédit représente, selon les données de fin 2014, 0.3% de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 0.1 billion USD. La taille de cette fonction économique est généralement insignifiante ou inexistante dans la plupart des juridictions. Entre 2010 et 2014, la fonction économique relative à la facilitation de la création de crédit a connu une croissance de 3.0%.

La cinquième fonction économique relative à l'intermédiation du crédit basée sur la titrisation et le financement des entités financières représente, selon les données de fin 2014, 8% de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 11 billion USD. Entre 2010 et 2014, la fonction économique relative à l'intermédiation du crédit basée sur la titrisation et le financement des entités financières a connu une croissance de 0.2%. Cette fonction économique est particulièrement présente en Irlande. Les activités économiques présentant un risque, mais non classifiées, dans l'une des cinq fonctions, représentent selon les données de fin 2014, 13% de la valeur totale des actifs du *Shadow Banking System* avec une valeur totale de 4.8 billion USD.

Bien que les rapports du CSF ne sont pas rigoureux, vu la précarité des données en provenance des états membres, les constats montrent clairement que la crise financière de 2008 n'a pas ancré la croissance du *Shadow Banking System*. La dépendance du système

bancaire sur le financement en provenance des institutions financières ainsi que le besoin continue en liquidité ont alimenté la croissance du *Shadow Banking System* qui c'est prouvée constante depuis la crise. Cette croissance continue de la taille du *Shadow Banking System* c'est accompagnée d'une évolution dans les menaces que ce dernier représente (Chapitre 2).

Chapitre 2 : Le Shadow Banking System, une menace en continuel développement

Le *Shadow Banking System*, comme nous l'avons déjà précisé, est un système comminatoire dont les risques, pour le moment, dépassent les attributs. L'obscurantisme qui entoure ce mode de financement se développant dans l'ombre de la législation bancaire s'apparente à l'épée de Damoclès suspendue au-dessus du système financier. Un moindre choc dans un des divers secteurs du marché pourrait se propager à l'ensemble de l'économie nationale et internationale, chose dont témoigne la crise de 2008. La stabilité financière mondiale tient donc à un crin de cheval.

Cette interconnexion entre économie réelle et économie financière découle des différentes imbrications qui peuvent exister entre le système bancaire traditionnel et le *Shadow Banking System*. Le développement des techniques financière et des opportunités d'arbitrage réglementaire au sein de ce dernier a été accompagné par le développement et la multiplication des voies de contagion susceptibles de transmettre les chocs financiers d'un système à un autre (Section 1).

Loin de rester à l'ombre de la finance virtuelle, la dernière décennie a vu le développement du *Shadow Banking System* virtuel. Alimenté par la précarité, sinon l'absence de réglementation, le *Shadow Banking System* virtuel c'est éloigné de sa vocation de financements pour s'aventurer dans le monde de la fraude financière (Section 2).

Section 1 : Le développement des imbrications entre finance de l'ombre et finance conventionnelle

De prime abord, il faut comprendre que le *Shadow Banking System* n'est pas un système qui existe dans un monde parallèle, indépendamment du système financier international. Tout en étant occulte, la finance de l'ombre constitue, à l'état actuel, une partie indivisible du système financier international. Il serait toutefois naïf d'envisager le *Shadow Banking System* en soi, indépendamment de toute relation avec le système bancaire conventionnel. Une telle étude ne peut aboutir à des résultats concrets et satisfaisants, surtout si l'on se place dans le cadre d'une étude analytique de ce système mythique. Ceux sont, en effet, les imbrications qui existent entre les deux systèmes qui font tout l'intérêt de notre rédaction. C'est au cœur même des fausses querelles, qui prédominent la relation entre

les différents acteurs du système financier international, que se développent les questions de droit qui devraient intéresser les autorités de réglementation. La modélisation économique de l'interconnexion entre banques parallèles, banques traditionnelles et le système financier, lato sensu, est une des questions particulièrement importantes à développer⁸². Tout en étant nécessaires pour le bon fonctionnement du système financier international, les imbrications entre les deux systèmes sont génératrices de risque systémique.

L'interconnexion entre les différents acteurs du système financier joue un rôle primordial en permettant de satisfaire les besoins en liquidité des institutions financières. Loin de créer de nouvelles liquidités sur le marché, les relations interbancaires (et donc interinstitutionnelles) permettent de transmettre la liquidité, au sein du système financier des institutions en surplus de liquidité, vers les institutions en besoin de liquidité⁸³. Ces interconnexions ont pris tellement d'ampleur que les réseaux qui relient les différents acteurs et institutions du marché financier constituent, aujourd'hui, le sceau du marché financier global⁸⁴.

Il n'en reste pas moins que l'interconnexion entre banque parallèle, banque traditionnelle et plus généralement le système financier international est générateur de risque systémique. Ce risque est le plus généralement défini comme " une rupture dans le fonctionnement des services financiers (i) causée par la dégradation de tout ou partie du système financier et (ii) ayant un impact généralisé sur l'économie réelle.[...] Le risque systémique correspondrait donc aux coûts que fait supporter le secteur financier à l'économie réelle en cas de crise ”⁸⁵. Ce risque se traduit alors par la transmission d'une crise d'un secteur de l'économie à un autre de manière susceptible de paralyser, sinon d'effondrer, le système économique en partie ou en totalité. Les risques liés au *Shadow Banking System* débordent donc des frontières abstruses de ce dernier pour éroder au cœur même de l'ensemble du système financier international.

⁸²Discours de M. Stanley Fischer, vice-président du Conseil des gouverneurs du système de la Réserve fédérale, lors de la Conférence sur la stabilité financière 2015, intitulée «Stabilité financière: Analyse des politiques et besoins en données», parrainé par la Federal Reserve Bank of Cleveland et le Financial Research, Washington DC, 3 décembre 2015.

⁸³ Allen and Gale, *Financial Contagion the journal of Political Economy*, vol.108. issue 01, February 200

⁸⁴Discours de Janet. L. Yellen vice-président du conseil des gouverneurs du système de réserves fédérales au déjeuner-causerie de l'association financière américaine / association financière américaine. San Diego, Californie 4 janvier 2013

⁸⁵Jean-François Lepetit, 2010, « Rapport sur le risque systémique », p12, rapport pour le Ministère des Finances.

Alors que la tâche de définir le risque systémique semble être aisée, une question plus problématique se pose : celle de savoir si l'on peut mesurer et quantifier ce risque comment le distinguer du risque limité à un secteur de l'économie.

La question de l'évaluation du risque systémique engendré par la finance de l'ombre repose, non pas sur une étude des différentes institutions qui composent le *Shadow Banking System* à travers divers juridictions et divers paramètres réglementaires poreux⁸⁶, mais plutôt, sur l'évaluation des imbrications entre banques conventionnelles et banque parallèles.

“Pouvons-nous un jour espérer mesurer le risque systémique ? Oui, c'est une question d'interconnexion, chose que les méga banques et les autorités de réglementation devraient être capable de mesurer. Les repos parmi d'autres institutions financières sont traités comment étant peu risqués bien que la dépendance excessive sur les repos a presque effondré notre système. Comme c'est stupide !”⁸⁷[Notre Traduction]

La question d'interconnexion entre les différents acteurs du système financier a pris toute son ampleur après la crise de 2008. Le nombre d'œuvres littéraires portant sur “le risque systémique ” ou “ l'interconnexion ” a presque doublé en 2007 par rapport aux 25 dernières années⁸⁸. Bien que la majorité de ces littératures concerne les relations interbancaires, les mêmes principes trouvent leur application dans les relations entre les différents acteurs du système financier. En effet, avec le développement de chaînes d'intermédiation plus longues et plus complexes, il n'est plus pragmatique de parler de relation interbancaire au sens stricte. L'interconnexion ne concerne plus que les banques mais l'ensemble des institutions financières⁸⁹ prenant part directement, ou indirectement, au processus d'intermédiation du crédit.

⁸⁶Daniela Gabor University of the West of England Bristol Shadow Interconnectedness: the political economy of (European) shadow banking.

⁸⁷ Sheila Bair président du US Systemic Risk Council 6 juin 2013. “Can we hope to ever measure 'systemic risk'? Yes. It's all about inter-connectedness which mega-banks and regulators should be able to measure... Repos among financial institutions are treated as extremely low risk, even though excessive reliance on repo funding almost brought our system down. How dumb is that?”

⁸⁸Discours de Janet. L. Yellen vice-président du conseil des gouverneurs du système de réserves fédérales au déjeuner-causerie de l'association financière américaine / association financière américaine. San Diego, Californie 4 janvier 2013

⁸⁹ Kroszner, Interconnectedness, Fragility and the Financial Crisis, February 2010.

“ Dû à la complexité et inter-connectivité du marché financier actuel, l'échec d'une contrepartie majeure à le potentiel de sévèrement perturber plusieurs autres institutions financières, leurs clients et d'autres marchés.⁹⁰ ” [Notre traduction]

Les institutions financières, dépositaires et non-dépositaires, qui constituent les chaînes d'intermédiation, sont caractérisées par une fragilité qui les distingue des institutions non-financières. Les institutions dépositaires et non-dépositaires sont réciproquement exposées au *Depositor Runs* et au *Funding Runs*⁹¹, ceci est dû à leurs faibles ratios capital/actifs et actifs liquides/dettes liquides. Il en résulte que le retrait de certains investisseurs entraîne un choc de liquidité susceptible de se transmettre, en boule de neige, à d'autres institutions à travers des “ conduits de contagion⁹² ” et d'effondrer le système financier.

En effet, l'interconnexion entre les différents acteurs du système financier créée, en période de tensions, des conduits de contagion réciproques entre banques traditionnelles et banques parallèles. Ces conduits vont permettre la propagation du risque lié à une institution financière à l'ensemble du système financier ou, aux moins, à une partie de ce système. C'est ce qu'on appelle l'exposition au risque (*Risk Exposure*).

Les conduits de contagion entre banque traditionnelle et Shadow Bank sont composés de liens directs et de liens indirects⁹³.

A. Les liens directs :

1. Lorsque les Shadow Banks font partie des chaînes d'intermédiation bancaire,
2. Lorsque les Shadow Banks sont directement détenues par des banques traditionnelles,
3. Lorsque les Shadow Banks bénéficient directement ou indirectement du support des banques traditionnelles,
4. Lorsqu'il existe des interdépendances de financement entre les deux entités.

⁹⁰ Discours de Charles I Plosser, Redesigning financial system regulation, à la conférence de l'Université de New York, Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, March 6, 2009

⁹¹ Kroszner, Interconnectedness, Fragility and the Financial Crisis, February 2010.

⁹² Conseil de Stabilité Financière, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 Novembre 2015 et Allen & Gale, Financial Contagion, the Journal of Political Economy, vol 108, issue 1, February 2000

⁹³ Conseil de Stabilité Financière, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 Novembre 2015.

B. Les liens indirects :

1. Lorsque Shadow Bank et Banque traditionnelle investissent dans des actifs similaires,
2. Lorsque les deux entités sont exposées à des risques de contrepartie similaires.

Dans une analyse classique du marché financier et de l'interconnexion, Allen et Gale⁹⁴ distinguent entre deux réseaux d'interconnexion, le réseau complet et le réseau incomplet. Le réseau complet est un réseau dans lequel différentes banques se font des prêts réciproques contrairement au réseau incomplet où chaque banque n'entretient de telles relations qu'avec une contrepartie unique.

Selon cette analyse, la diversification des portefeuilles et la répartition des risques dans le réseau complet protègent le marché financier contre la propagation des chocs de liquidité par les canaux de contagions. Bien que logique, l'approche d'Allen et Gale est trop simple et manque, comme en témoigne la crise économique de 2008, de pragmatisme.

En effet, la crise des subprimes, a montré que la notion de “*Too Big To Fail*” n'est autre qu'une subdivision, un corolaire, de la notion de “*Too Interconnected To Fail*”⁹⁵ et que plus le réseau d'interconnexion est complexe plus il y a un risque de contagion systémique. Le prolongement des chaînes d'intermédiation et la prolifération des relations interinstitutionnelles, et donc des interconnexions, fait en sorte que les chocs de liquidité vont se propager en épidémie à un plus grand nombre d'établissements financiers, d'où un risque plus élevé de crise globale, surtout lorsqu'on se trouve dans le cadre d'un réseau concentré avec quelques acteurs principaux⁹⁶.

Cependant, la complexité du réseau d'interconnexion n'est pas la seule variable à prendre en considération pour évaluer le risque systémique. La taille des institutions prenant part à la chaîne d'intermédiation joue un rôle primordial dans l'évaluation du risque systémique. Si l'on compare deux chaînes d'intermédiation composées d'un même nombre de maillons, la chaîne comportant les institutions financières les moins importantes présentera le risque systémique le plus important. Ceci est dû au fait que les établissements financiers de taille plus pesante, sont plus aptes à faire face au choc de

⁹⁴ Allen et Gale, *The Journal Of Political Economy*, Vol 108, Issue 1, February 2000

⁹⁵ Kroszner, *Interconnectedness, Fragility and the Financial Crisis*, February 2010. P.3.

⁹⁶ Prasanna Gai, Andrew Haldane et Sujit Kapadia, *Complexity, Concentration and Contagion*, 1 August 2011

liquidité. Le risque systémique dépend donc de la taille et de l'importance de la contrepartie prenant part à la chaîne d'intermédiation⁹⁷.

La propagation épidémique des chocs de liquidité est accentuée par le manque de transparence qui règne sur les réseaux d'interconnexion. Alors que la banque connaît généralement sa contrepartie directe, elle ignore la contrepartie de cette dernière. En d'autres termes, l'établissement financier prenant part à une chaîne d'intermédiation ne connaît pas tous les maillons de cette chaîne. Cette obscurité qui gouverne les chaînes d'intermédiation fait en sorte que les établissements financiers ont tendance à vendre leurs actifs illiquides et à retirer leurs investissements auprès d'autres établissements lorsqu'un risque de choc de liquidité se présente. Ceci est dû au "*Maximin Principle*"⁹⁸ selon lequel les banques agissent conformément à une conception que le réseau financier joue toujours à leur défaveur et envisage toujours le scénario le plus pessimiste (*Worst Case Scenario*). Le CSF, dans ses différents rapports sur le *Shadow Banking System (Global Shadow Banking Monitoring Reports)*, a tenté de mettre en place des estimations relatives à l'interconnexion entre banque et banque parallèle, d'une part, et entre banque parallèle et banque, d'autre part. Cependant, ces estimations restent, à notre esprit et ceci pour le moment, peu intéressantes du fait de la précarité des données en provenance des juridictions concernées. C'est pourquoi nous préférons nous référer au schéma établi par le professeur Hyun Song Shin pour démontrer qu'il existe un cycle continu et perpétuel de développement des imbrications entre les différents acteurs du système financier. En nous basant sur le scénario des *Busts and Booms*⁹⁹ relatif aux prêts interbancaires, on peut dire avec certitude que l'interconnexion au sein du système financier tend à se développer en période de boom économique et à se restreindre en période de crise ou de récession, et ceci de manière cyclique.

Les périodes de boom économique encouragent les banques à recourir au prêt interbancaire. Le risque bancaire étant perçu comme peu élevé, les banques vont se faire des prêts les unes aux autres afin d'atteindre le niveau de prise de risque et le levier désiré par chacune. Ce recourt accru au prêt interbancaire a pour corollaire le développement de l'interconnexion entre les banques. Bien que ce schéma, dans sa forme rudimentaire, ne concerne que le prêt interbancaire, nous trouvons qu'avec le développement des

⁹⁷ Cont, Moussa et Santos, Network structure and systemic risk in banking systems, April 2012

⁹⁸ Caballero et Simsek, Complexity and Financial Panics, NBER Working Paper No. 14997, May 2009, revised on December 5, 2011

⁹⁹ Hyun Song Shin, Princeton University, Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System, 4th of June 2009

techniques de financement et le prolongement des chaînes d'intermédiation, ce même schéma se reproduit dans le cadre des relations interinstitutionnelles qui mettent en rapport les banques au sens traditionnel du terme et les Shadow Banks.

Au contraire, les périodes de récessions vont pousser les banques à retirer les investissements qu'elles ont auprès d'autres banques. Ces retraits, accompagnés par la chute abrupte dans les prix des actifs bancaires, vont créer le risque systémique. Il suffit donc qu'une institution faisant partie d'un réseau d'interconnexion assez développé, ou qu'un secteur du système financier, se trouve en difficulté et se met à retirer ses investissements auprès d'autres banques, pour déclencher une crise en effet de boule de neige. Ces banques, bien qu'étant en bonne santé, vont perdre, du fait du retrait brutal des investissements, une partie de leur liquidité et seront à leur tour contraintes à retirer leurs investissements auprès d'autres institutions.

Les résultats de tels retraits seront élaborés en détails dans le titre suivant. L'idée principale à retenir dans le schéma du Professeur Shin est que les réseaux d'interconnexions entre les banques, et de ce fait entre les différents acteurs du système financier, connaissent des croissances cycliques en parallèle avec les croissances et récessions économiques. Cette croissance dans les réseaux d'interconnexion est d'autant plus accentuée par l'arbitrage réglementaire.

L'arbitrage réglementaire est un ensemble de pratiques qui visent le détournement des réglementations bancaires prudentielles. Ces pratiques consistent à profiter des lacunes qui entravent la réglementation bancaire pour éviter tous les obstacles juridiques à la maximisation du profit, sans pour autant, susciter l'attention des autorités de réglementation. Cela revient à détourner les réglementations prudentielles tout en donnant l'impression de les respecter et donc à conserver la coquille extérieure des réglementations en question tout en la vidant de son esprit.

Cet arbitrage réglementaire est la résultante directe de la divergence qui existe entre les objectifs recherchés par les entités de réglementation et ceux recherchés par les banques. A savoir que les autorités de réglementations visent la protection des dépôts et donc des déposants, la stabilité des institutions financières et celle du système financier, alors que la préoccupation principale des banques, qui sont des sociétés privées, est la rémunération de leur actionnaires par la maximisation des profits¹⁰⁰. Cette divergence, en terme

¹⁰⁰Muriel Tiesset, Secrétariat général de la Commission bancaire, Direction de la Surveillance générale du système bancaire, Service des Études bancaires et Philippe Troussard, Secrétariat général de la

d'objectifs, pousse les banques à contourner les réglementations prudentielle afin d'atteindre leur finalité inhérente de croître leur marge de profit.

Depuis la mise en place de la norme internationale de solvabilité, le ratio *Cooke*, par le Comité de Bâle de 1988 et suite aux crises économiques récurrentes, un effort qui tend vers la mise en place de règles prudentielles de plus en plus rigoureuses s'est établi. Cette tendance visant la mise en œuvre progressive d'un contrôle bancaire draconien grandissant est, de nos jours, toujours adoptée par les autorités de réglementation.

Ces règles prudentielles, mises en place par les autorités de réglementation, fixent des limites à la prise de risque par les établissements bancaires en imposant des exigences rigoureuses relatives aux fonds propres et à la liquidité. En limitant la prise de risque par les banques, les autorités de réglementation font obstacle à la libre disposition des actifs bancaires propres. Les établissements bancaires, ne pouvant donc disposer librement de l'ensemble de leurs capitaux propres, voient leur capacité d'investissement réduite. Cette réduction dans le levier bancaire entraîne une réduction dans la rentabilité de l'activité bancaire, et donc une réduction dans la marge de profit que pourrait espérer les banques. Une telle situation ne pouvant être satisfaisante, les banques vont avoir recours à l'arbitrage réglementaire afin d'externaliser leur risque vers d'autres établissements financiers, de libérer leur bilan et d'accéder à de nouvelles ressources pour accroître la rentabilité de leurs activités bancaires. Ce détournement de la réglementation bancaire, et le recours aux institutions financières afin d'externaliser le risque, est une des raisons principales derrière le développement des canaux de contagion.

Il existe donc un corollaire et un rapport de proportionnalité indéniable entre la mise en œuvre progressive de règles prudentielles plus strictes, le développement de l'arbitrage réglementaire et le développement des interconnexions entre les différents acteurs du système financier international.

Plus la réglementation bancaire devient stricte, plus les banques auront recours à l'arbitrage réglementaire, plus les réseaux de contagion vont se démembrer et plus le risque systémique va se développer.

Commission bancaire, Direction de la Surveillance générale du système bancaire, Service des Affaires internationales, Capital réglementaire et capital économique, Banque de France, Revue de la stabilité financière, N° 7, Novembre 2005. P.63

Section 2 : Le développement du Shadow Banking System virtuel

Au cours de la dernière décennie, la mondialisation a alimenté le développement de l'internet, y compris sa portée dans le secteur des finances. Le nouveau monde virtuel offrait des qualités de simplicité, de facilité et de rapidité indispensables aux établissements financiers. L'accès aisé à des marchés nouveaux et les avantages pécuniaires, touchant surtout à la réduction du prix des services et la multiplication des bénéfices, par rapports à la finance traditionnelle, ont stimulé l'investissement et l'innovation dans la nouvelle finance électronique.

Bien que le recourt à la finance électronique précède la création d'internet, avec l'apparition des transactions bancaires par téléphone aux Etats-Unis dans les années 80¹⁰¹, c'est le développement de la 'toile d'araignée mondiale' qui est au cœur du développement de la finance électronique. La libre circulation de l'information ainsi que l'accès continu de la grande majorité des ménages à un ordinateur font tout l'intérêt de ce type de finance aussi bien pour les établissements financiers que pour leurs clients. Les avantages présentés par la finance électronique ont pris tellement d'ampleur que l'on peut parler, de nos jours, d'une véritable dépendance sur les services financiers électroniques. Cette dépendance s'est accentuée avec le développement des téléphones portables intelligents et des services financiers basés sur les applications (*App Based Services*).

Une étude de la *Consumer And Community Development Research Section* de la *Federal Reserve Board's Division Of Consumers And Community Affairs (DCCA)* aux Etats-Unis, montre qu'alors que l'interaction en personne reste le mode d'interaction le plus répandu entre client et établissements financiers, toujours est-il que 71% des 2510 personnes ayant qualifié pour le recensement, confirment avoir eu recourt au e-Banking dans les 12 derniers mois¹⁰².

La finance électronique fait partie d'un ensemble plus large qui est le commerce électronique. Ce dernier est défini "comme l'ensemble des échanges numérisés, liés à des activités commerciales, entre entreprises, entre entreprises et particuliers ou entre entreprises et administrations ; les moyens employés pour ces échanges sont divers

¹⁰¹ Roger I. Cartwright, *Mastering Customer Relations*, May 2000.

¹⁰² Consumer And Community Development Research Section, *Consumers and Mobile Financial Services* 2016, March 2016, p.7.

puisqu'ils vont du téléphone à la télévision numérique en passant par les liaisons informatiques spécialisées ou le Minitel¹⁰³«

Plus simplement, le commerce électronique est toute opération commerciale qui s'effectue par le biais de réseaux électroniques¹⁰⁴

La finance électronique, elle, consiste à offrir des services financiers par le biais des réseaux précités et comporte les banques électroniques et les autres services et produits financiers¹⁰⁵.

Les banques ont très vite appréhendées l'attrait du monde de la finance électronique et les avantages qu'il présente. De nos jours, la grande majorité, pour ne pas dire l'unanimité, des banques disposent de sites électroniques offrant des services bancaires par le biais de réseaux électroniques. Il existe même des banques purement virtuelles, n'ayant pas de « réseaux d'agences »¹⁰⁶.

Toujours est-il que les banques traditionnelles ne sont pas les seules institutions financières ayant présagé les bénéfices que pourrait ramener la finance électronique. Comme les banques, les autres établissements financiers, parmi lesquels les entités du *Shadow Banking System*, ont trouvé dans la finance électronique une plateforme promettant vers de nouveaux marchés internationaux, une nouvelle clientèle et un accroissement exponentiel des bénéfices.

Alors que les services électroniques exposent les banques aux mêmes risques liés à l'activité bancaire traditionnelle, ces risques sont amplifiés dans le monde virtuel. Cette même amplification se trouve dans le cadre du *Shadow Banking System* surtout que la réglementation bancaire est encore plus précaire dans le cadre du financement électronique.

Bien qu'une étude de l'AMF montre que les sites d'investissements même agréés présentent des risques exponentiels, 90% de leurs clients étant perdants¹⁰⁷, nous n'allons pas développer, dans ce qui suit, les risques liés au fonctionnement normal du *Shadow*

¹⁰³Rapport du groupe de travail présidé par M. FRANCIS LORENTZ, Commerce électronique: une nouvelle donne pour les consommateurs, les entreprises, les citoyens et les pouvoirs publics, janvier 1998, p.1.

¹⁰⁴ Saleh M. Nsouli et Andrea Schaechter, Les enjeux de la « banque électronique », Finances & Développement, Septembre 2002, p.48.

¹⁰⁵ Saleh M. Nsouli et Andrea Schaechter, Les enjeux de la « banque électronique », Finances & Développement, Septembre 2002, p.48.

¹⁰⁶ Saleh M. Nsouli et Andrea Schaechter, Les enjeux de la « banque électronique », Finances & Développement, Septembre 2002, p.49.

¹⁰⁷ Franceinfo, L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading, 31 mars 2016, 16 :25.

Banking System. Nous allons plutôt nous intéresser au développement d'un nouveau risque qui ne découle pas du fonctionnement textuel du système fantomatique mais de fraude à grande échelle.

Le développement de l'investissement par internet a donné naissance à de nouvelles modalités d'escroquerie et de fraude à grande échelle bénéficiant de l'effacement des frontières et de la précarité des réglementations.

Le développement des fraudes par internet a poussé l'autorité des marchés financiers français à publier et mettre à jour régulièrement une liste noire des sites d'investissement non autorisés. L'*U.S. Securities and Exchange Commission*, quant à elle, publie sur son site¹⁰⁸ une liste des différentes formes de fraude auxquelles pourrait être exposés les investisseurs. Actuellement, la liste comporte 15 différents types de fraude. Parmi ces quinze formes de fraude, cinq sont en rapports avec le *Shadow Banking System*:

- 1- La combine à la Ponzi (Ponzi Scheme),
- 2- Les programmes d'investissement de haut rendement (High Yield Investment Programs),
- 3- Les investissements " Prime Banque " (Prime Bank Investments),
- 4- Les fraudes d'investissement pré-OPA (Pre-IPO Investment Scam),
- 5- La fraude de pool de produit (Commodity Pool Fraud).

1- La combinaison Ponzi

La combinaison Ponzi porte le nom de Charles Ponzi. Immigrant italien arrivé aux Etats-Unis en 1903 avec 2.5\$ dans sa poche¹⁰⁹. En 1920, M. Ponzi développe une fraude où il promet aux investisseurs des revenus de 50% en 45 jours et 100% en 90 jours en achetant des coupons réponses internationaux (*International Reply Coupon*) pour les échanger contre des timbres à plus haut prix aux Etats-Unis. Cependant, M. Ponzi était en train de payer les anciens investisseurs avec les sommes versées par de nouveaux investisseurs. Au bout d'un an, les nouveaux investissements ne suffisaient plus à rembourser les anciens investisseurs et la fraude s'est effondrée coûtant plus de 20 millions de dollars aux investisseurs.

¹⁰⁸ Site officiel de L'U.S. Securities and Exchange Commission: www.investor.org.

¹⁰⁹ Charles Ponzi, *The Rise of Mr. Ponzi*, 2001.

La combine Ponzi revient donc à promettre aux investisseurs de placer les sommes versées dans des placements à haut revenu avec très peu de risque, cependant sans investir les sommes mais plutôt les utiliser pour repayer les investisseurs antérieurs¹¹⁰.

2- Les programmes d'investissement de haut rendement

Les programmes d'investissement de haut rendement sont une catégorie très générale de fraude d'investissement. De tels programmes d'investissement se présentent en abondance sur la toile d'araignée sous la forme de sites d'investissement, non autorisés gérés par des personnes ou des établissements non agréés, promettant de très hauts revenus sur investissements¹¹¹. Les programmes d'investissement à haut rendement prétendent investir les économies de leurs clients, les investisseurs, dans des instruments financiers à haut rendement quasiment sans risque. Cependant, ces sommes sont détournées et ne sont jamais investies. Après avoir récolté des sommes suffisantes, le site internet est fermé et les sommes payés par les investisseurs disparaissent. N'ayant pas d'agence ou de bureau officiel, de tels programmes disparaissent complètement après la fermeture du site à travers lequel la fraude a été opérée.

Parmi ces programmes on trouve les programmes d'investissements “ Prime Banque ”.

3- Les investissements “ Prime Banque ”

Les investissements “ Prime Banque ” sont un type de programme d'investissement à haut rendement. Ces programmes d'investissement prétendent investir dans des instruments financiers peu risqués à haut rendement qu'ils appellent Titre Prime Banque ou Prime World Bank. Ces programmes vont même à prétendre que de tels titres sont exclusifs à une certaine catégorie d'investisseurs et seulement sur invitation. Plus encore, de tels programmes ont tendance à rattacher ces titres à certaines organisations internationales comme la Banque Mondiale ou le FMI, afin de leur donner une plus grande légitimité¹¹². Ces programmes d'investissement suivent le même cycle de vie que les programmes d'investissement de haut rendement, et disparaissent après un certain temps ne laissant aucune trace du programme en question.

¹¹⁰ Définition de la U.S. Securities and Exchange Commission.

¹¹¹ Définition de la U.S. Securities and Exchange Commission.

¹¹² Définition de la U.S. Securities and Exchange Commission.

4- Les fraudes d'investissement pré-OPA

Une offre publique d'achat ou OPA est « l'Opération par laquelle une personne annonce publiquement aux actionnaires d'une société cotée (la société visée) qu'elle s'engagera à acquérir leurs titres. L'acquisition des titres est proposée contre une somme en espèces.¹¹³ ». Comme le nom l'indique, la fraude d'investissement revient à prétendre d'investir les fonds reçus des investisseurs dans des actions de sociétés avant leur présentation au public par OPA. Alors que cette pratique n'est pas toujours frauduleuse, elle le devient lorsqu'elle est faite par des établissements ou des personnes non autorisées afin de détourner les fonds.

5- La fraude de pool de produit

Les pools de produits prennent la forme d' « Une fiducie de placement, (d') un syndicat ou une forme similaire d'entreprise exploitée aux fins de négociation de contrats à terme sur marchandises ou de contrats d'option. Ils sont généralement considérés comme des entreprises engagées dans l'investissement de fonds collectifs ou “regroupés” de participants multiples dans le négoce d'options ou de contrats à terme de marchandises, où les participants participent aux bénéfices et aux pertes au prorata¹¹⁴. »

Comme les autres formes de fraude, les pools de produits promettent des revenus importants et rapides généralement en prétendant pouvoir prévoir les tendances du marché. Tout comme les autres formes de fraude, les fonds apportés par les investisseurs sont détournés et jamais investis¹¹⁵.

Cette liste est loin d'être exhaustive alors qu'elle présente les formes d'arnaques les plus fréquentes. En effet, l'évolution continue de la technologie et des nouvelles techniques d'investissement rend la mise en place d'une telle liste quasi impossible. Cependant, la catégorie plus large des programmes d'investissement à haut rendement permet d'englober la grande majorité des formes d'investissement non incluse directement dans une des autres catégories.

¹¹³ Définition de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html#>

¹¹⁴ U.S. Commodity Futures Trading Commission, Glossary, Commodity Pool, http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary_co.

¹¹⁵ U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC Fraud Advisories, Commodity Pool Fraud, http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/FraudAwarenessPrevention/CFTCFraudAdvisories/fraudadv_commoditypool

L'AMF publie régulièrement une liste des sites Internet et établissements proposant en France, sans agrément ou autorisation, des investissements Forex ou via option binaire. Les listes mises à jour le 3 février 2017 comportent, respectivement, 98 et 314 sites non autorisés offrant de tels services en France¹¹⁶.

Le Forex (Foreign exchange) est “ un marché sur lequel s'échangent les monnaies du monde entier 24 h/24, 7 j/7. Ce marché n'est pas régulé, contrairement par exemple au marché d'actions. Cela signifie que les prix sont fixés directement par les différents intervenants professionnels (les établissements financiers, les banques centrales, les grandes entreprises, les investisseurs institutionnels). Les taux de change varient sans cesse : le Forex est un marché très risqué¹¹⁷. ”

Alors que l'option binaire est un « Instrument financier permettant de « parier » sur l'évolution d'un actif tel qu'une paire de devises (Forex), une action, un indice boursier ou une matière première, sur une période pouvant aller de quelques minutes à quelques mois. L'option binaire génère soit un gain (par exemple 75 % de la mise), soit la perte totale de la somme engagée. Les options binaires sont donc très risquées¹¹⁸. »

Après la promulgation de la loi Sapin II, relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, des enquêtes de l'AMF dans des faux sites de trading ont été rendues publiques le 30 Mars 2016. L'AMF parle de 4.5 milliards d'euros escroqués par des faux sites trading durant les 6 dernières années¹¹⁹. Une enquête commune de l'AMF, du Parquet de Paris, de la Direction Générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des Fraudes (DGCCRF) et de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), montre une croissance exponentielle et continue des faux sites de trading. En 2015, 1625 réclamations ont été présentées à l'AMF contre des arnaques en ligne par rapport à seulement 64 réclamations en 2010¹²⁰. De plus, 44% de l'ensemble des nouvelles publicités relatives

¹¹⁶ Autorité des marchés Financiers, Placements à haut risque ou arnaques : les conseils de l'AMF, Listes noires des sites non autorisés, 3 février 2017.

¹¹⁷ Autorité des Marchés Financiers (AMF), Lexique, Forex, <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html#>.

¹¹⁸ Autorité des Marchés Financiers (AMF), Lexique, Option Binaire, <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html#>

¹¹⁹ AMF, Communiqué de Presse AMF: Forex, options binaires et arnaques financières en ligne : L'AMF, le Parquet de Paris, la DGCCRF et l'ACPR se mobilisent, 31 mars 2016. p2.

¹²⁰ AMF, Communiqué de Presse AMF: Forex, options binaires et arnaques financières en ligne : L'AMF, le Parquet de Paris, la DGCCRF et l'ACPR se mobilisent, 31 mars 2016. p1.

à des placements financiers par internet en 2015 concernent des sites de trading très spéculatifs¹²¹.

Immédiatement après la publication de l'enquête, la nouvelle fait la une des journaux, « L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading¹²² », « Faux sites de trading : une arnaque à 4.5 milliards d'euros¹²³ ».

Le processus d'arnaque est très simple, des sites d'investissement promettent aux investisseurs des rendements boursiers extraordinaires pouvant aller jusqu'à 200% des sommes investies. Ces sites offrent généralement des services d'information par téléphone afin de renforcer la légitimité du site. Selon les publicités, les sommes investies seront placées dans des titres financiers comme par exemple des titres boursiers. Toujours est-il que de tels placements n'ont jamais lieu. Les sommes sont détournées et récupérées par le « trader ». L'investisseur ne pourra plus alors récupérer sa mise et au bout d'un moment le site disparaît.

« Là, ils (les traders) font patienter. Ils font tout ce qu'il faut pour ne pas envoyer l'argent. Et au bout d'un moment, le site disparaît, écran noir¹²⁴.... »

La majorité de ces faux sites de trading se trouvent dans les territoires Palestiniens occupés. Afin d'avoir un accès rapide et libre au marché européen, ainsi qu'une façade de légalité en Europe, ces sites recherchent un agrément à Chypre. L'agrément obtenu, le site peut réclamer ses victimes sur l'ensemble du territoire européen avant de disparaître dans le néant ne laissant aucune trace des responsables. En six ans, cette structure frauduleuse a coûté plus de 4.5 milliards d'euros aux épargnants français.

Le *Shadow Banking System* est donc un système en développement continu, la crise de 2008 n'ayant pas pu ancrer la croissance de ce système, de par sa taille ou ses imbrications avec l'économie réelle. La croissance continue de la finance dans l'ombre, loin de la législation bancaire, implique la multiplication des risques qui en sont liées, surtout que l'approche laxiste des législateurs a alimenté la naissance d'un *Shadow Banking System* virtuel frauduleux. Néanmoins l'étude du développement du *Shadow Banking System* dans ces différentes formes depuis la crise de 2008 serait redondante

¹²¹ AMF, Communiqué de Presse AMF: Forex, options binaires et arnaques financières en ligne : L'AMF, le Parquet de Paris, la DGCCRF et l'ACPR se mobilisent, 31 mars 2016. p1.

¹²² Franceinfo, L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading, 31 mars 2016, 16 :25.

¹²³ Franceinfo, Faux sites de trading : une arnaque à 4.5 milliards d'euros, 31 mars 2016, 21:06.

¹²⁴ Témoignage d'une victime de l'arnaque, Franceinfo, L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading, 31 mars 2016, 16 :25.

sans l'étude du *Shadow Banking System* a la lumière de cette crise sacrée la crise financière la plus marquée dans l'histoire moderne (Titre II).

Titre II : Le Shadow Banking System a la lumière de la crise financière de 2008

Il est indéniable que c'est la crise de 2008 qui donna au Shadow Banking System toute sa renommée et sa notoriété. Si une telle crise n'avait pas eu lieu, on n'aurait peut-être jamais entendu parler d'un tel système.

Cependant, si au sens superficiel des choses, le rapport entre le Shadow Banking System et la crise de 2008 est unanimement admis, les véritables causes de la crise restent pour la grande majorité méconnues.

En effet la crise de 2008 mis en jeu une ensemble d'institutions et d'instruments financiers largement méconnues aussi bien par les parties prenantes au system que par les régulateurs financiers. Ce caractère nouveau et évasif de la crise a donné lieu à d'innombrables théories et interprétations relatives aux événements ayant déclenchés et amplifiée la crise de 2008 et ses répercussions au sein du marché étasunien et leur propagation au marché mondial.

Ce caractère évasif des événements en question ainsi que le rôle primordial, quelque peu méconnu du Shadow Banking System en tant que protagoniste responsable des événements de la crise financière la plus marquée de l'histoire moderne fera l'objet de notre premier Chapitre.

Notre analyse du Shadow Banking System à la lumière de la crise financière de 2008 serait cependant incomplète sans l'étude des réactions des régulateurs nationaux et internationaux dans ce contexte. En l'absence de toute tentative d'action préventive rapide, notre chapitre 2 sera consacré aux réglementations curatives mises en place par les régulateurs suite au dénouement de la crise.

Chapitre 1 : le rôle primordial du *Shadow Banking System* dans la crise financière globale de 2008

Selon l'économiste américain Edwin Robert Anderson Seligman "Les explications actuelles [de la Panique de 1907] peuvent être divisées en deux catégories. Parmi celles-ci, la première comprend ce qu'on pourrait appeler les théories superficielles. Ainsi, il est communément déclaré que le déclenchement d'une crise est dû à un manque de confiance - comme si le manque de confiance n'était pas lui-même ce qu'il faut expliquer. De valeur encore plus légère, sont les tentatives d'associer une crise à une politique gouvernementale particulière ou à une action de l'exécutif du pays. De telles interprétations puérides ont généralement été confinées à des pays comme les États-Unis où les passions politiques de la démocratie ont eu le plus grand contrôle ... Contrairement à cette interprétation populaire, mais sans fondement, la seconde catégorie d'explications, qui cherche à creuser sous la surface et de découvrir les causes plus ... fondamentales de la périodicité des crises¹²⁵".

Ce même schéma bipolaire de classification des interprétations des crises financières se répète à chaque crise qui bouleverse les États-Unis et la crise financière de 2008 n'en fait pas exception.

Alors que les interprétations superficielles faisaient la une des journaux partout dans le monde (Sections 1), les véritables causes derrière la crise mondiale sont restées pour la grande part, indiscutées (Section 2). Il n'est pas étonnant qu'aujourd'hui encore un grand obscurantisme plane sur les événements ayant déclenché la crise financière la plus ressentie dans l'histoire financière moderne.

Section 1 : L'approche superficielle de la crise de 2008

La crise financière de 2008 est la crise la plus marquée dans l'histoire de l'économie moderne. Le marché financier fut pris par surprise d'une vague de retrait d'investissements et de faillite d'établissements financiers et bancaires qui envahit les États-Unis avant de se propager en épidémie au reste du monde. Alors que la gravité de la crise ne fait pas doute, les raisons l'ayant déclenchée restent cependant moins certaines. Les analyses présentées ci-dessous sont à notre sens assez superficielles du

¹²⁵ Seligman, Edwin R. A., *The crisis of 1907 in the light of history*, NY, Columbia Univ. Press, 1908, p.11.

point de vue juridique et économique pour expliquer les événements de 2008, d'où l'ambiguïté des théories qui leurs sont adossées.

Cependant, la somme des conséquences de ces différentes théories a contribué à la mise en place de l'environnement nécessaire pour le développement d'un nouveau rouage dans la structure défaillante du système capitaliste ayant déclenché la crise.

1- Le manque de confiance

L'approche la plus superficielle ramène la crise à un manque de confiance des investisseurs dans le secteur bancaire, sans pour autant identifier les raisons qui ont menées à cette perte de confiance. Selon cette théorie, les investisseurs, ayant perdu la confiance en leurs banques et établissements financiers, se sont hâtés à retirer leur dépôts et investissements afin d'éviter de les perdre. Cette panique bancaire créa un manque de liquidité qui se transforma en crise financière.

Une telle approche des événements de 2007 est bien trop superficielle pour être satisfaisante, surtout que ruée bancaire et manque de confiance sont, dans le contexte pratique, inséparables.

Selon la liste de termes, expressions et définitions adoptés, publiée au journal officiel de la république française le 19 novembre 2008, une panique bancaire ou ruée bancaire est un 'Afflux soudain de clients déposants qui se pressent aux guichets des banques pour retirer leurs avoirs¹²⁶.'

Manque de confiance et panique bancaire représentent donc deux événements concomitants et quasiment synonymes. Il est vrai que les ruées de retraits bancaires sont déclenchées par un manque de confiance, mais ce dernier n'explique pas la crise économique, c'est au cœur des événements ayant entraîné la perte de confiance qu'il faut creuser les réponses aux mystères qui encadrent la crise. Cependant, La majorité des illustrations faites des événements de 2008 ne font que gratter à la surface de la crise acclamer 'crise des subprimes' et se contentent de la ramener à une perte de confiance.

¹²⁶Vocabulaire de l'économie et des finances (liste de termes, expressions et définitions adoptés), JORF n°0269, 19 novembre 2008, p.17687, texte n° 97.

2- La crise de Subprimes

L'appellation même de crise des subprimes attribuée aux bouleversements de 2008, et unanimement adoptée aussi bien par la presse que par la doctrine, témoigne de la confusion de ses adeptes.

Les subprimes sont « des prêts, non traditionnels, à risque élevé qui portent souvent des taux d'intérêt supérieurs au marché et, dans le cas de prêts garantis par des biens immobiliers, peuvent également contenir des caractéristiques d'amortissement négatif. Sur le marché hypothécaire, ces emprunts ont été effectués par des prêteurs américains à faible taux d'intérêt pour des emprunteurs qui n'ont peut-être pas la capacité financière requise pour des prêts hypothécaires traditionnels¹²⁷ ».

Les crédits subprimes sont donc des crédits à très haut risque accordés à des ménages peu solvables¹²⁸ et peuvent porter sur, des cartes de crédit et des locations de voiture mais surtout des prêts hypothécaires¹²⁹. Très souvent, ces crédits sont accordés selon des conditions défavorables aux ménages, sur la base d'une majoration des taux d'intérêts censée compenser le risque pris par le prêteur qui prête à une contrepartie peu solvable. Le remboursement étant, en premier lieu, limité aux intérêts, le remboursement du capital, quant à lui, est souvent différé pour être imputé au prix de revente de l'immeuble, ce qui permet de créer une plus-value tant que le prix de l'immobilier continuait de croître. Cependant une baisse dans les prix de l'immobilier résulterait dans la défaillance des emprunteurs. C'est ce dernier schéma qui s'est reproduit aux Etats-Unis, à partir de 2006, une baisse dans les prix de l'immobilier fut accompagnée en parallèle par une hausse dans les taux d'intérêts, ceci a conduit d'une part à la défaillance de nombreux emprunteurs qui n'ont pas pu honorer les taux d'intérêts trop élevés et d'autre part à de grosses pertes subies par les banques qui n'ont pas pu amortir le capital accordé aux emprunteurs défaillants du fait de la chute des prix de l'immobilier.

Les banques créditrices, ayant transférées une grande majorité de ces prêts à des GSE comme Fannie Mae et Freddie Mac qui à leurs tours les transféraient à des banques d'investissement afin de les regrouper et les transformer en MBS et les revendre aux investisseurs, la crise se propagea à l'ensemble du système financier.

¹²⁷ P. Selvin, *Bad vibrations: subprime-sparked legal action*, 2007, *European lawyer*, 72, p. 18-19.

¹²⁸ O. Bar-Gill, *Seduction by plastic*, 2004, *Northwestern Law review*, 98, p. 1373- 1434.

¹²⁹ Ce sont ces derniers qui ont suscité toute l'attention lors de la crise.

Alors que cette théorie porte en elle une grande part de vérité, elle est, à elle seule, insuffisante pour expliquer les événements ayant mené à la plus grande crise financière de l'histoire moderne. Les crédits subprime ayant joué un rôle important dans la crise, n'en sont pas la cause principale.

D'une part la taille des crédits subprime était insuffisante pour causer une crise systémique. La valeur des crédits subprimes était estimée à 1.2 billions en 2007 soit 6% de la valeur totale du système financier estimée à 20 billions de dollars¹³⁰. D'autre part, il existe une incohérence temporelle entre la détérioration des crédits subprime qui commença fin 2006, et le déclenchement de la crise le 9 août 2007.

Finalement, la théorie des subprimes n'explique pas la détérioration des actifs sans parenté aux hypothèques subprimes.

L'approche un peu plus juridique, ramené la crise de 2008 à la politique de dérèglementation adoptée par les Etats-Unis depuis les années 90

3- La politique de dérèglementation

Encore moins satisfaisante, est l'approche qui ramène la crise à une politique gouvernementale, plus précisément la politique de dérèglementation adoptée par le gouvernement étasunien depuis les années 90. Alors que la dérèglementation a joué un rôle primordial dans l'incubation de la crise de 2008, elle ne peut en aucun cas être considérée comme la raison principale derrière la crise.

Cette approche se résume par une citation du Maire de New York Mr. Michael Bloomberg qui déclara en 2011 que : « Ce ne sont pas les banques qui ont créé la crise des prêts hypothécaires. C'était, tout simplement, le Congrès qui a forcé tout le monde à aller et donner des hypothèques à des gens qui étaient sur le rebord¹³¹. »

Alors que cette affirmation vise directement l'abrogation en 2004 de lois sur les prêts anti-prédateurs, elle englobe plus généralement l'ensemble de la politique de dérèglementation adoptée aux Etats-Unis depuis 1999.

Lors de la grande dépression de 1929, l'opinion générale imputa la crise à l'enchevêtrement entre banques commerciales et banques d'investissements. Le rapprochement entre ces deux types de banques permit le transfert de la crise de Wall

¹³⁰ Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, February 2010, JEL No. G01, G1, G2, p.6.

¹³¹ Forbes, Lest We Forget: Why We Had A Financial Crisis, November 22nd 2011.

Street au système financier réel¹³². En guise de réaction, le congrès américain promulguât en 1933 une loi sous le nom du Banking Act de 1933 ou le *Glass Steagall Act* dans le but de séparer banques commerciales et banques d'investissement. En interdisant aux banques commerciales de participer à des activités spéculatives comme la souscription ou l'achat de titres, activités réservées aux banques d'investissement¹³³, départ le *Glass Steagall Act* le législateur espérait éliminer les voix de contagions entre économie réelle et marché financier. En guise de garantie supplémentaire, la loi de 1933 établit la *Federal Deposit Insurance Corporation*, une agence indépendante dont le but est de maintenir la stabilité et la confiance du public dans le système financier national en assurant les dépôts; examinant et supervisant les institutions financières en matière de sécurité et de santé et de protection des consommateurs; rendre les institutions financières importantes et complexes solvables; et gérer les mises sous séquestre¹³⁴.

Pendant plus de 60 ans, le GSA permet de stabiliser l'économie américaine et éviter toute crise. Cependant après la deuxième guerre mondiale, le marché financier commença à prendre son ampleur et devint trop profitable aux yeux des banques commerciales. C'est ainsi que, dans les années 80, apparaissent certaines exceptions à la séparation entre banque commerciale et banque d'investissement¹³⁵.

a- Abrogation du Glass Steagall Act

Avec la croissance continue du marché financier et la concurrence acharnée entre les banques au niveau international, le GSA commence à se présenter comme une entrave à la croissance de l'économie des Etats-Unis. C'est pourquoi le congrès l'a abrogé en 1999. Selon sénateur Phill Gramm, l'un des rédacteurs de la loi de 1999 « le monde change et nous devons changer avec..... Nous avons un nouveau siècle à venir, et nous avons l'occasion de dominer ce siècle de la même façon que nous avons dominé ce siècle. Glass-Steagall, au milieu de la Grande Dépression, est arrivé à un moment où la pensée était que le gouvernement était la réponse. En cette ère de prospérité économique, nous avons décidé que la liberté est la réponse.¹³⁶».

¹³² The New York Times, What Is Glass-Steagall? The 82-Year-Old Banking Law That Stirred the Debate, October 14th 2015.

¹³³ Times Magazine, Will Bringing Back a 1930s Banking Law Really Make Us Safer? August 2nd 2016.

¹³⁴ FDIC, About FDIC, 2015-2019 Strategic Plan, Mission, Vision, and Values.

¹³⁵ Times Magazine, Will Bringing Back a 1930s Banking Law Really Make Us Safer? August 2nd 2016.

¹³⁶ The New York Times, CONGRESS PASSES WIDE-RANGING BILL EASING BANK LAWS, November 5th 1999.

Avec cette nouvelle législation, la frontière entre banque d'investissement et banque commerciale s'efface à nouveau. Les dernières pouvant encore une fois, s'engager dans des activités spéculatives à risque élevé. Ce rapprochement entre banque commerciale et banque d'investissement suscita une vague d'avertissement des dissidents de la dérégulation.

b- La réduction des taux d'intérêt par la Fed

Entre 1975 et 2001 l'économie américaine fut caractérisée par une croissance exponentielle fondée sur la spéculation excessive dans l'innovation de produits et services internet. La bulle économique, qualifiée de bulle « dote com », continua à croître avant d'éclater en 2001 envoyant l'économie dans une spirale baissière incontrôlable. Les attentats du 11 septembre 2001 ne furent qu'accélérer la dégradation de l'économie étasunienne.

Devant cette dégradation et en l'absence d'indicateur d'un potentiel redressement, la Fed décida d'adopter une politique de réduction des taux d'intérêts afin de stimuler l'économie¹³⁷.

Suite à ces décisions, le *Discount Rate*, taux d'intérêt sur les prêts accordés par la Fed aux banques et institutions dépositaires, est réduit à 1.25% et le *Federal Funds Rate*, intérêt sur les prêts journaliers interbancaire, est réduit à 1.75%. Ces rabaissements marquent les taux d'intérêts les plus réduits depuis 1948 et 1961 respectivement.¹³⁸

Le 7 octobre 2002, la Fed décide de réduire le *Discount Rate* à 0.75%¹³⁹, et maintient ce taux jusqu'en décembre¹⁴⁰. Cette réduction marque le taux d'intérêt le plus bas depuis 1958¹⁴¹.

Alors que cette théorie semble satisfaisante du fait que les taux d'intérêt réduits encouragent le recours au prêt, elle est incomplète surtout qu'en 2003 le taux d'intérêt est rehaussé à 2.25%¹⁴². Cette croissance des taux d'intérêt se prolonge jusqu'en 2007 où elle atteint 6.25% en juillet¹⁴³.

¹³⁷ *Monetary Policy Report* submitted to the Congress on February 27, 2002, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act, see p.1.

¹³⁸ FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO, Why did the Federal Reserve System lower the federal funds and discount rates below 2 percent in 2001?, January 2002.

¹³⁹ Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, October 7 through November 6, 2002.

¹⁴⁰ Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, November 18 through December 9, 2002

¹⁴¹ The New York Times, Federal Reserve Lowers Key Rate To 1%, Lowest Level Since 1958, June 26th 2013.

¹⁴² Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, January 6 through January 27, 2003.

¹⁴³ Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, July 9 through August 6, 2007.

c- La modification des règles relatives aux fonds propres

En 2004 la Security and Exchange Commission proposa la modification de la règle 15c3-1, intitulée la “*Net Capital Rule*” du *Security Exchange Act* de 1934 codifié sous le titre 15 du United States Code, relatives aux fonds propres. Cet amendement autorisa aux courtiers ayant un capital net de plus de 5 milliards de dollars en capital net provisoire de calculer leur capital net selon des méthodes établit pour les banques commerciales par le comité de Bâle et de bénéficier de certaines exemptions quand a la méthode de calcul des « haircuts »¹⁴⁴. Cette exemption résultera dans une croissance du capital net des courtiers, que les sociétés holding mère pourraient réinvestie dans d’autres affaires. Afin d’éviter la prise de risque trop élevée par ces sociétés mère, l’amendement soumet ces sociétés au control de la SEC.

Les exemptions en question ont bénéficiées à sept établissements, cinq banques d’investissement, Bear Steran, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley et Goldman Sachs en plus de deux banques commerciales Citigroup and JP Morgan Chase. Il est vrai que l’amendement de la “*Net Capital Rule*” a permis une prise supplémentaire de risque par rapport aux limites imposées par la précédente réglementation, on ne peut cependant pas parler d’une véritable dérégulation de l’effet de levier mais plutôt d’une réorientation des bilans de certaines sociétés vers les MBS¹⁴⁵.

d- L’abrogation des lois anti-prêts prédateurs

Les prêts prédateurs sont des prêts impliquant la tromperie ou la fraude ainsi que des tactiques de vente agressive. Ces prêts profitent de l’ignorance de l’emprunteur inconscient de ses droits et des conditions de l’hypothèque. Ces prêts se produisent plus fréquemment dans le refinancement des hypothèques surtout dans les régions à faible revenu¹⁴⁶.

Afin de contreagir ces pratiques destructrices, le congre américain promulgua en 1994 sa première loi anti-prêts prédateurs le *Home Ownership and Equity Protection Act*. Cette loi déclencha une vague de légiférations au niveau fédéral et national de chaque état fédéré. Cependant, l’*Office of the Comptroller of the Currency* promulgua en 2004 une

¹⁴⁴ Federal Register, Vol. 69, No. 118, Monday June 21, 2004, Rules and Regulations, p.34428.

¹⁴⁵ CNBC, The SEC Rule That Broke Wall Street, March 21nd 2012.

¹⁴⁶ United States Department of Housing and Urban Development and the US Treasury, Unequal Burden: Income and Racial Disparities in Subprime Lending in America, April 2000, p. 1-16.

loi entrée en vigueur le 12 février 2004¹⁴⁷ qui soustrait les banques nationales et leurs filiales aux lois nationales régissant le crédit hypothécaire et donc les prêts prédateurs¹⁴⁸. Du fait de cette abrogation, les banques américaines se sont libérées de toutes restrictions quant aux conditions d'accords des prêts hypothécaires.

e- Le Community Reinvestment Act

Depuis les années 90 le gouvernement étatsuniens cherche à encourager la propriété privée et incite les banques à accorder davantage de prêts aux communautés les plus démunies. Le *Community Reinvestment Act* s'inscrit dans le cadre de cette politique.

Le *Community Reinvestment Act* est une loi votée par le congrès des États-Unis en 1977. Codifiée au titre 12 U.S.C. 2901 mise par la réglementation BB codifiée au titre 12 CFR 228, cette législation vise à encourager les institutions dépositaires à satisfaire au besoin en terme de crédit des communautés où elle se trouve, surtout les communautés à bas et moyen revenu¹⁴⁹.

Cette législation a été fortement critiquée après la crise, selon certains auteurs cette législation a encouragé les emprunteurs prédateurs à recourir aux prêts en permettant aux institutions dépositaires d'accorder des prêts hypothécaires à des emprunteurs peu solvables. La situation s'est aggravée en 1992 avec le *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act* qui apporta un changement indirect au *Community Reinvestment Act* en exigeant que Fannie Mae et Freddie Mac consacrent une partie de leur capital au rachat de prêt en provenance des communautés à moyen et faible revenu¹⁵⁰.

Certains auteurs n'allant pas plus loin dans l'analyse se contentent d'énumérer la chronologie selon laquelle les établissements financiers ont succombé sous les poids des pertes ainsi que les sommes dépensées par le gouvernement et la Fed pour le redressement de certaines institutions¹⁵¹.

¹⁴⁷ 12 C.F.R. 34.4(a)(4), 69 Federal Register 1904 (Jan. 13, 2004).

¹⁴⁸ Center for Community Capital at the University of North Carolina, the impact of federal preemption of state anti-predatory laws on the foreclosure crisis, August 27th 2010, p.8.

¹⁴⁹ The Federal Reserve, Community Reinvestment Act, February 11th 2014.

¹⁵⁰ Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992, Title I: Supervision and Regulation of Enterprises, Subtitle A: Financial Safety and Soundness Regulator.

¹⁵¹ Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, February 2010, JEL No. G01, G1, G2, p. 2.

4- L'approche chronologique de la crise de 2008

Selon la chronologie proposée, la première victime revendiquée par la crise fut la Country Wide Financial Corp. (CWFC) :

En 2008 CWFC était le plus grand prêteur hypothécaire aux Etats-Unis avec leur fameux slogan "*I want to be sure you are getting the best loan possible*".

Ce slogan c'est avéré trompeur puisqu'en Juin 2007 un quart des prêts de CWFC étaient délinquant¹⁵². Cette même année, dans une tentative de redressement, la *Bank of America* investit 2 milliards de dollars en contrepartie d'une participation de 16% dans CWFC avant de l'acquérir complètement le 1 juillet 2008¹⁵³ pour 4 milliards soit une fraction de la valeur de CWFC.

a- Wall Street Investment House Bear Stearns (BS)

Le deuxième établissement à s'effondrer fut le *Wall Street Investment House Bear Stearns*, l'une des plus grandes banques d'investissement située à New York. BS était à la porte de la faillite suite à la chute de la valeur des MBS et CDO qui composaient son portefeuille. Cependant, en Mars, la fameuse banque d'investissement fut sauvée par la Fed qui absorba une somme non divulguée de ses actifs défaillants et JP Morgan Chase qui acquit BS pour 236 millions de dollars soit disant 2\$ par action, une somme représentant un peu plus de 1% de la valeur des actions de BS tel qu'évaluées le 12 janvier 2007 à la clôture de la bourse où elles avaient atteint une valeur record de 171.51\$ par action¹⁵⁴.

b- Fannie Mae et Freddie Mac

Le mois de septembre 2008 marqua la quintessence de la crise avec l'effondrement des principaux établissements financiers aux Etats-Unis. Le mois de septembre commença avec l'effondrement des deux plus grands GSE Fannie Mae et Freddie Mac. Ces deux GSE avaient pour finalité d'assurer la liquidité, la stabilité et l'accessibilité au marché

¹⁵² The New York Times, Inside the Countrywide Lending Spree, 28 août 2007.

¹⁵³ United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549, Form 8-K, Countrywide Financial Corporation, July 8th 2008.

¹⁵⁴ Reuters, TIMELINE: A dozen key dates in the demise of Bear Stearns, 18 Mars 2008.

hypothécaire¹⁵⁵ et garantissaient à eux seuls plus de la moitié des prêts hypothécaires aux Etats-Unis¹⁵⁶.

Vu l'importance de Fannie Mae et Freddie Mac et les résultats insurmontable de leur effondrement, le département de trésorerie des Etats-Unis pris control des deux établissements, remplaça leurs CEO et promis d'investir plus de 100 milliards de dollar afin de les redresser si nécessaire¹⁵⁷.

Selon le secrétaire américain au Trésor, Henry Paulson, « "Notre économie et nos marchés ne se redresseront pas tant que la majeure partie de cette correction ne sera pas derrière nous..... Fannie Mae et Freddie Mac sont essentiels pour tourner le coin sur le l'habitat.¹⁵⁸ ».

La trésorerie américaine finie par investir une somme de 188 milliards de dollars afin de redresser les deux GSE.

c- *Lehman Brothers et Merrill Lynch*

Peu après le redressement de *Fannie Mae* et *Freddie Mac*, les banques d'investissement Lehman Brothers et Merrill Lynch se trouvèrent en difficulté. Pour éviter la faillite de Merrill Lynch, la *Bank of America* offre de l'acquérir a 29\$ par actions, soit disant 70% de plus que leurs valeurs nominal qui avait chutée a 17.05\$ par action. Sous pression du département de trésorerie, Merrill Lynch finie par accepter l'offre faite par la Bank of America qui l'acquiert pour 50 milliards de dollars, à peu près la moitié de sa valeur en 2007¹⁵⁹.

Lehman brothers n'a pas eu autant de chance, le 11 septembre le Korea Develpment Bank annonce qu'elle n'est plus intéressée dans l'acquisition de Lehman Brothers. Le 14 septembre 2008, ayant participé dans le redressement de Bear Stearns, Fannie Mae et Freddie Mac, la Fed refuse d'investir dans le redressement de Lehman Brothers.

Incapable de trouver un investisseur pour le sauver, Lehman Brothers déclare faillite le 15 septembre 2008. Avec \$639 milliards en actifs et \$613 milliards de dettes, la faillite

¹⁵⁵ Federal Housing Finance Agency, ABOUT FANNIE MAE & FREDDIE MAC.

¹⁵⁶ Reuters, Government Takes Control of Fannie, Freddie Septembre 7th 2008.

¹⁵⁷ Reuters, Government Takes Control of Fannie, Freddie, September 7th 2008.

¹⁵⁸ Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers, US Department of Treasury Press Center, September 7th 2008.

¹⁵⁹ The Guardian, Wall Street crisis: Bank of America buys Merrill Lynch, September 15th 2008.

de Lehman Brothers, marque la crise de 2008 en étant le plus grand cas de faillite dans l'histoire des Etats-Unis¹⁶⁰.

d- American International Group AIG

Le lendemain de la faillite de Lehman Brothers, American International Group AIG, le plus grand assureur aux Etats-Unis reçoit, le 16 septembre 2008, un prêt de 85 milliards de dollar de la Fed¹⁶¹. Cependant les sommes investies par la Fed n'étaient pas suffisante pour sauver AIG d'une faillite imminente. Le 2 mars 2009 le gouvernement des états unis investit 30 milliards de dollars supplémentaires dans une dernière tentative de sauver le géant de l'assurance. En total les prêt accordes a AIG par le gouvernement dépassent les 150 milliards de dollar, en contrepartie, le gouvernement prend le contrôle de 79.9% des actions de AIG¹⁶².

e- Goldman Sachs et Morgan Stanley

Le 21 septembre 2008 Goldman Sachs et Morgan Stanley, les seules banques d'investissement ayant résistés à la crise, déclarent leur transformation en sociétés holding bancaire¹⁶³. Les grands investisseurs de ses deux banques, de craintes de devenir les prochaines victimes de la crise se hâtent à transférer leurs investissements à des paradis fiscaux poussant ainsi la transformation des deux banques d'investissement en société holding bancaire.

Une telle transformation soumet les deux banques d'investissement à une réglementation plus stricte surtout en ce qui concerne la transparence, les exigences en termes de capital et de réserve et la limitation de prise de risques, d'autant plus en tant que société holding, les deux banques d'investissement seront soumises au control directe de différentes agences gouvernementale et pourront bénéficier des différentes aides accordée par la réserve fédérale.

Selon le communiqué presse de Goldman Sachs : « Nous considérons la réglementation adoptée par le *Federal Reserve Board* comme appropriée et dans le meilleur intérêt de la

¹⁶⁰ The Telegraph, The collapse of Lehman Brothers, October 17th 2017.

¹⁶¹ The Daily Mail, Insurance giant AIG saved by \$85bn loan from U.S. Federal Reserve... but crisis spreads to Morgan Stanley and Goldman's, September 17th 2008.

¹⁶² The Guardian, AIG's \$61.7bn crash sends markets plunging, March 3^d 2009.

¹⁶³ The New York times, Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era, September 21st 2008.

protection et de la croissance de notre franchise dans nos diverses branches d'activité¹⁶⁴. », le PDG de *Goldman, Lloyd C. Blankfein*, espère que sous la supervision de la Fed, Goldman Sachs sera « considérée comme une institution encore plus sûre avec un bilan exceptionnellement propre et une plus grande diversité de sources de financement¹⁶⁵. ». L'effet domino de défaillance et redressement continue avec d'autres institutions tel que la *Washington Mutual, Wachovia Group, Citigroup* et la *Reserve Primary Fund*. Ce dernier, l'un des plus grand FMM des Etats Unis fut contraint a cassé le dollar en septembre 2008 déclenchant une ruée de retrait des fonds de marché mutuel. Alors que l'énumération des défaillances et des réponses gouvernementales donne une idée claire et chronologique des événements qui ont pris lieu lors de la crise de 2008, cette approche en aucun cas n'explique les raisons derrière la crise.

Section 2 : Le défaut structurel derrière la crise globale de 2008

Afin de comprendre la crise de 2008, il faut comprendre le mode de fonctionnement du système financier. Le marché est en recherche constante de liquidité, il existe une proportion entre la croissance du marché et le besoin en termes de fonds disponibles et liquides. Ce besoin continue de liquidité a poussé les banques, et les établissements financiers, à s'aventurer dans l'ingénierie financière afin de 'créer' de la liquidité. Avec le développement de la technologie, du marché financier et de la réglementation bancaire, les produits et instruments financiers varient ; cependant, la vulnérabilité aux retrait de masse et le souci quant aux risques de contrepartie restent les mêmes. Les crises économiques périodiques sont donc les corolaires d'un défaut structurel inhérent au système économique capitaliste.

Traditionnellement, c'est aux banques qu'incombe la responsabilité de créer la liquidité par le biais de l'intermédiation bancaire. La banque reçoit les dépôts des épargnants ayant un excès en liquidité en vertu d'un contrat de dépôts (passif) et les redistribue aux emprunteurs en vertu de contrats de prêt ou de crédit (actif)¹⁶⁶.

Généralement, les actifs des banques prennent la forme de dépôts à vue, qui ont la caractéristique d'être remboursable à première demande. La vulnérabilité du système

¹⁶⁴ Goldman Sachs, Media Relations, Press Releases, GOLDMAN SACHS TO BECOME THE FOURTH LARGEST BANK HOLDING COMPANY, September 21st 2008.

¹⁶⁵ Goldman Sachs, Media Relations, Press Releases, GOLDMAN SACHS TO BECOME THE FOURTH LARGEST BANK HOLDING COMPANY, September 21st 2008.

¹⁶⁶ Bonneau, Droit bancaire, Montchrestien 9e éd. 2010.

bancaire découle du court terme des passifs bancaires surtout que la rémunération des prêts, accordés aux particuliers, est généralement à plus long terme. Si les déposants se précipitent en masse à retirer leurs dépôts, la banque pourrait se trouver à court de liquidité, incapable de désintéresser ses créditeurs.

Ce dernier schéma n'est pas étranger à l'histoire Etasunienne qui est emplie d'exemples de ruée des déposants sur leurs banques. Une simple analyse des différentes crises ayants accablé le système bancaire étasunien montre une tradition quasi systématisée de ruée bancaire tous les 20 ans. On en cite notamment la crise de 1837, 1857, 1873, 1893, 1907 mais surtout la crise de 1933.

La crise de 1933 :

Les évènements de la crise de 1933 ne diffèrent pas de ceux des crises antérieures ; cependant, les réponses qui ont été apporté, marquent un tournant dans la législation bancaire Etasunien.

Après avoir stabilisée la situation économique avec une législation d'urgence, la *Emergency Banking Act* du 9 mars 1933, le Congrès des Etats-Unis proposa encore une fois, sous demande populaire, la promulgation d'une loi sur l'assurance-dépôts. Cette proposition suscita beaucoup de critiques et d'opposition, néanmoins, le 16 juin 1933, président Roosevelt promulgua la loi qui portera le nom de *Banking Act of 1933*¹⁶⁷.

La section 8 du *Banking Act of 1933* modifia la section 12B du *Federal Reserve Act* et créa la *Federal Deposit Insurance Corporation*, une agence indépendante du gouvernement des Etats-Unis dont le but est de garantir les déposants contre la perte de leurs dépôts auprès d'une banque, ou d'une association d'épargne assurée par la FDIC, si celles-ci tombent en faillite¹⁶⁸. La FDIC a mis en place deux plans d'action, un plan temporaire et un plan permanent. Le plan permanent amendé en 1935 offrait une protection complète sur les premier \$ 10000 de chaque déposant, une protection de 75% sur les \$ 40000 suivant, et une protection de 50% sur tout dépôt de plus de \$ 50000 ¹⁶⁹. Aujourd'hui, l'assurance-dépôt de la FDIC couvre \$ 250 000 par déposant¹⁷⁰, et ne

¹⁶⁷ Federal Deposit Insurance Corporation, a Brief History of Deposit Insurance in the United States, September 1998, p. 25-27.

¹⁶⁸ Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, What is the FDIC?

¹⁶⁹ Federal Deposit Insurance Corporation, a Brief History of Deposit Insurance in the United States, September 1998, p. 28.

¹⁷⁰ Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, How much deposit insurance coverage do I qualify for?

concerne que les dépôts bancaires traditionnels comme les dépôts en compte courant, les dépôts en compte d'épargne et les certificats de dépôt¹⁷¹.

L'assurance dépôts a permis de protéger l'économie contre les paniques relatives aux dépôts bancaires pendant 74 ans, en rassurant les déposants que leurs dépôts sont protégés contre la défaillance de l'établissement financier qui en dispose.

Comment pouvons-nous donc expliquer la ruée bancaire de 2008 ?

La réponse repose dans l'emploi d'une nouvelle technique financière, la titrisation.

Dans les années 80, le système bancaire traditionnel devint improfitable face au développement de nouvelles pratiques telles que les MMF et les Junk Bonds¹⁷² ou obligations pourries, qui sont des obligations à très haut risque et à très haute rémunération. Afin de concurrencer ces nouvelles pratiques financières, les banques traditionnelles devaient libérer leurs bilans de leurs actifs illiquides, c'est-à-dire des prêts accordés aux particuliers et inscrits au bilan de la banque, afin de pouvoir accorder de nouveaux prêts. Ce besoin en liquidité mena à l'innovation d'une nouvelle technique financière appelée la titrisation qui consiste à transformer des actifs financiers illiquides en titres financiers afin de les transférer à des investisseurs¹⁷³. Le souci des banques n'est donc plus de savoir si elles sont capables de supporter le risque lié aux prêts, mais plutôt, la rentabilité de leur revente sur le marché secondaire.

La titrisation a donc pour but principal de créer de la liquidité plutôt qu'attirer des investisseurs dans les produits titrisés. Cette ingénierie financière consiste en la transformation de prêts illiquides, comme les prêts subprimes, les prêts automobiles, les prêts étudiant etc. en titre liquide.

La liquidité est : « la possibilité d'échanger un montant donné rapidement sans que l'opération ne fasse fluctuer les prix, et sans qu'une partie non informée ne perde de l'argent à une partie informée en privé¹⁷⁴ ». La liquidité d'un titre est alors une question d'information. Si les deux parties sont aussi informées l'une que l'autre, par rapport au titre en question, ce dernier sera liquide. Si, au contraire, l'acheteur ressent que le vendeur

¹⁷¹ Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, Is every financial product at a bank covered by the FDIC?

¹⁷² Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, p.4.

¹⁷³ Pour plus de détails revoir le chapitre 2: Le Shadow Banking System : un mode de financement non-conventionnel a risque élevé.

¹⁷⁴ Dang, Gorton et Holmström, Financial Crises and the Optimality of Debt for Liquidity Provision, May 10, 2010, p.2.

est plus informé que lui, il préférera patienter, s'informer de manière privée (*Private Information*), avant de se procurer le titre, ce dernier devenant ainsi illiquide¹⁷⁵. La liquidité d'un titre est donc une question de symétrie d'information.

Une des formes de symétrie d'information est la symétrie d'ignorance, c'est-à-dire la situation dans laquelle acheteur et vendeur sont aussi non-informés, l'un que l'autre. Dans ce sens, les intermédiaires financiers ont cherché à créer des titres insensibles à l'information (*Information Insensitive Securities*) entendus comme des titres dont la valeur ne fluctue pas en fonction de la disponibilité de l'information relative au titre, c'est-à-dire que l'information relative au prêt sous-jacent, parmi d'autres, est sans importance à la transaction.

Les titres en question sont donc immunisés contre la sélection adverse et sont, de ce fait, liquide. L'investisseur dans de tels titres se fie aveuglement à la notation accordée au titre sans chercher à s'informer d'avantage sur la qualité de son investissement surtout que la production de telles informations peut s'avérer coûteuse.

La titrisation cherche donc à créer des titres insensibilisés à l'information et donc liquide. L'information ne jouant qu'un rôle secondaire dans la titrisation, les seules informations étant disponibles à l'investisseur dans de tels instruments sont¹⁷⁶ :

1- le ratio du montant emprunté sur la valeur du bien acheté, évalué au moment de l'emprunt.

2- le score de crédit FICO de l'emprunteur¹⁷⁷.

Le prêteur ne demande pas plus d'informations à l'emprunteur, comme il entend revendre le titre, et ne cherche en aucun cas à en assumer le risque.

Il faut noter cependant que l'information disponible à l'investisseur peut s'avérer trompeuse, surtout que le ratio montant emprunté/valeur du bien acheté et le score FISCO sont facilement manipulables.

Le premier degré de titrisation a donné naissance aux titres adossés à des actifs ou *Asset Backed Securities (ABS)*.

¹⁷⁵ Carapella et Mills²¹, information insensitive securities: the benefits of Central Counterparties, Federal Reserve Board of Governors, Washington DC, 20551, October 15, 2012, p.2.

¹⁷⁶ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.124.

¹⁷⁷ Score créé par Fair Isaac Corporation calculé sur la base d'informations présentes dans les rapports de consommateur détenus par les agences de notation. Ce score varie entre 300 et 850, plus le score est haut plus le risque est bas. Cependant FICO insiste que le score n'est pas une référence pour la qualité du client évalué.

Les ABS :

L'Asset Backed Security est un titre créé à partir de cashflow d'un portefeuille d'actifs financiers. Après la création des prêts, ces derniers sont regroupés dans des portefeuilles d'actifs, transformés en ABS puis organisés en tranches¹⁷⁸.

Dans un schéma simplifié, l'ABS comporte trois tranches :

- 1- la tranche *senior* notée AAA : la tranche la plus sûre, et la moins sensible à l'information, est de ce fait la plus liquide,
- 2- la tranche *mezzanine* notée BBB : tranche la plus sensible à l'information et donc illiquide,
- 3- la tranche *equity* : tranche spéculative ne comportant pas de notation, généralement conservée par l'émetteur ou transmise à un *hedge fund*.

La tranche senior étant la plus liquide, l'émetteur de l'ABS a donc tout intérêt à avoir une tranche senior plus grande que les tranches mezzanine et equity. C'est pourquoi, avant de choisir la structure définitive de l'ABS, plusieurs structures préliminaires sont présentées aux agences de notations afin d'identifier la structure la plus favorable à la liquidité du titre¹⁷⁹. Ceci signifie, qu'à la différence de la notation des obligations, celle des ABS est négociée par l'émetteur du titre et est, de ce fait, moins fiable.

La tranche senior, étant insensibilisée à l'information, est de ce fait très liquide. La tranche mezzanine, quant à elle, ne l'est pas, et donc les investisseurs sont quelque peu réticents à y investir. Ceci a poussé l'ingénierie financière à aller encore plus loin en titrisant la tranche mezzanine de l'ABS. Cette titrisation du deuxième degré a donné naissance aux ABS CDO.

Les ABC CDO :

Les CDO ou *Collateral Debt Obligations* sont des produits financiers structurés qui génèrent un cashflow à partir d'un portefeuille de titres de créances ou de *Credit Default Swap* (CDS)¹⁸⁰. Les CDO s'échangent principalement sur des marchés privés et ne sont donc pas soumis au Security Act de 1933, intitulé le *Truth in Security Law* qui exige que les investisseurs reçoivent toutes informations financières relatives aux titres offerts à la vente public et interdit les fausses déclarations et tout autre comportement frauduleux. Cette exemption aux dispositions de la loi de 1933 est idéale pour l'immunisation des CDO contre l'information et donc à leur liquidité.

¹⁷⁸ Pour plus de détails revoir Titre I Chapitre 2.

¹⁷⁹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.126.

¹⁸⁰ Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.1

On distingue deux formes principales de CDO. Lorsqu'un CDO est adossé à un CDS : on parle d'un CDO synthétique. C'est au niveau de ces ABS que les pertes ont été enregistrées lors de la crise de 2008 suite à la dégradation des CDS du fait de la fausse évaluation du risque de contrepartie. Cette constatation explique les pertes énormes enregistrées par des investisseurs en CDO synthétiques comme AIG.

Lorsque le CDO est adossé à un ABS, on parle d'un ABS CDO. Les ABS CDO sont la forme la plus répandue de CDO et constituaient 65% du marché de CDO en 2005¹⁸¹. A savoir qu'il existe une troisième forme de CDO hybride qui juxtapose les deux formes précédentes.

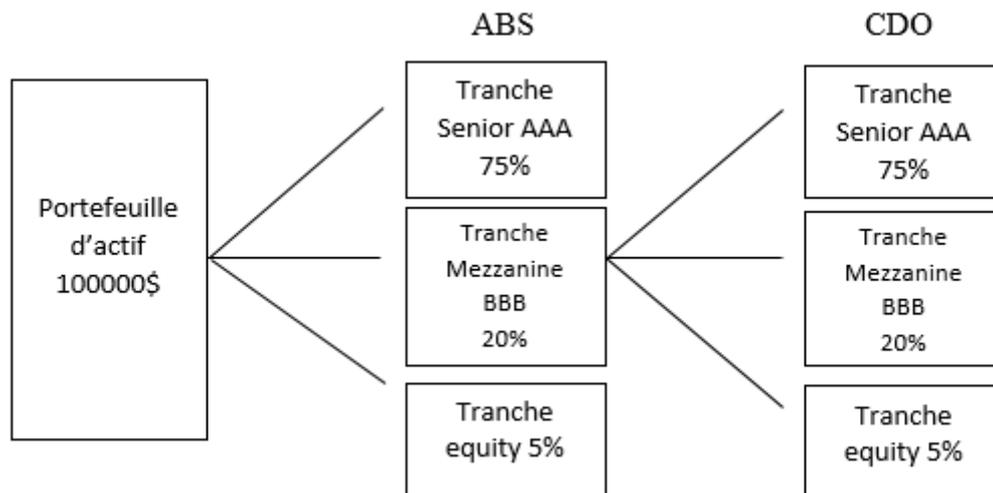
La titrisation de deuxième degré ou re-titrisation concerne l'ensemble des tranches de l'ABS et non seulement la tranche mezzanine. Cependant, étant donné que la titrisation vise la création de liquidité, il va de soi que la tranche mezzanine des ABS constitue la majorité des collatérales d'ABS CDO. En effet, entre 2005 et 2007, seulement 1% des tranches de cash-flow ABS, notées AAA, ont été re-titrisées, asymétriquement 47% à 68% des tranches inférieures se sont retrouvées dans des ABS CDO¹⁸².

En l'instance, l'émetteur d'un ABS va re-titriser la tranche mezzanine d'un ABS pour créer un CDO comportant lui aussi une tranche senior, une tranche mezzanine et une tranche equity. Ceci permet à l'émetteur, d'immuniser la tranche mezzanine contre la sélection adverse et de la rendre liquide, en créant une tranche senior supplémentaire, à partir d'une tranche mezzanine d'ABS.

¹⁸¹ Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.1.

¹⁸² Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.5.

Le schéma ci-dessous présente une structure simplifiée d'un CDO. En réalité, le schéma est bien plus compliqué et les tranches plus nombreuses¹⁸³.



Le recours aux ABS CDO a permis d'insensibiliser une partie de la tranche mezzanine de l'ABS à l'information la rendant ainsi liquide.

Cependant, l'ingénierie financière ne s'est pas arrêtée à ce point, mais en est arrivée à titriser les différentes tranches des CDO. En effet, comme pour les ABS, la tranche mezzanine des CDO est sensible à l'information d'où la nécessité de l'immuniser par le recours aux CDO².

Les CDO² :

Le CDO adossé à un CDO, est appelé un CDO au carré ou CDO *Squared*. La structuration et la finalité des CDO² ne diffère pas de celle des ABS CDO. Comme le but des CDO² est toujours de créer de la liquidité, on retrouve la même asymétrie dans la composition des collatéraux de cashflow CDO². Alors que 5% des tranches notées AAA des ABS CDO se sont retrouvés dans le circuit de titrisation au troisième degré, le taux de titrisation des tranches moins liquides notées AA, A et BB, était respectivement de 72% 58% et 37%¹⁸⁴.

On se retrouve alors face à un CDO adossé à une tranche d'un ABS CDO, adossé à une tranche d'ABS adossé, à son tour, à un portefeuille d'actifs diversifiés, et donc face à des titres complexes immunisés contre l'information et donc contre la sélection adverse.

¹⁸³ Revoir p.27.

¹⁸⁴ Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.5

Selon professeur Tett, l'innovation est devenue si intense qu'elle a dépassé la compréhension de la plupart des banquiers ordinaires, sans mentionner les régulateurs¹⁸⁵. Si nous reprenons le même schéma simplifié utilisé pour l'ABS CDO, où la tranche senior représente 75% de l'ABS et la tranche mezzanine représente 20%, le montant des titres AAA créé par un CDO² à partir d'un portefeuille d'actif, est de 93%, une proportion complètement délusoire.

- [Tranche senior ABS CDO + (tranche senior CDO² x tranche mezzanine ABS CDO)] x tranche mezzanine ABS + tranche senior ABS = montant des titre AAA.
- [75% + (75% x 20%)] x 20% + 75% = 93%

Ce résultat aberrant découle de la sous-estimation du risque lié aux ABS et aux CDO, aussi bien par les agences de notations que par les investisseurs institutionnel. En effet, la notation accordée à un de ces titres n'équivaut pas une notation accordée à une d'obligation¹⁸⁶ étant donné que les ABS et les CDO dépendent du risque de défaut des emprunts sous-jacent. Si une obligation, et un ABS CDO notée BBB, ont la même espérance de perte, la distribution de perte, quant à elle, est différente. En effet, dans un ABS ou un CDO, il faut calculer le niveau de subordination afin de déterminer la distribution des pertes.

Le niveau de subordination détermine le montant du soutien au crédit que les tranches de premier rang exigent des tranches subordonnées¹⁸⁷. Le niveau de subordination concerne donc le montant des pertes que les tranches subordonnées sont capables d'absorber avant que les tranches de premier rang ne soit touchées.

Dans notre exemple, la tranche senior de l'ABS représente 75% du portefeuille sous-jacent, la tranche mezzanine 20% du portefeuille sous-jacent et la tranche equity 5% du portefeuille sous-jacent, le niveau de subordination de la tranche senior est de 25%. C'est-à-dire que, si les pertes du principal ne dépassent pas les 25%, la tranche senior reste intouchée étant donné que ces pertes seront absorbées par les tranches equity, qui en absorbent 5%, et mezzanine qui en absorbent 20%.

¹⁸⁵ Gillian Tett, Lost through destructive creation, March 9, 2009.

¹⁸⁶ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.126.

¹⁸⁷ An et Dang, Subordination Levels in Commercial Mortgage-backed Securities (CMBS), march 8, 2007, p.2-8

Cependant, plus les tranches deviennent étroites plus les pertes sont grandes. Dans notre même exemple, si le niveau de subordination de la tranche AAA dans un ABS est de 25%, elle n'est que de 10% pour un ABS CDO. Ce qui veut dire que, si les pertes sur la principale dépassent les 10%, la tranche AAA de l'ABS CDO sera touchée et ne générera pas le rendement promis. A savoir, qu'une perte de 10% sur le principal constitue une perte de 100% sur le CDO² qui ne représente que 4.75% du principal.

Cependant, étant donné que les ABS et CDO étaient insensibilisés à l'information, les investisseurs se sont contentés de la notation accordée aux titres par les agences de notations, et ont traité les tranches de titres financiers comme n'importe quelle obligation. Les investisseurs étaient très attirés par ces nouveaux instruments présumés sans risque, les prêteurs et les garants de titres ont été aveuglé par les éventuels rendements de tels instruments financiers. Certains auteurs utilisent le terme « exubérance irrationnelle » pour qualifier le comportement des différents acteurs du marché financier durant la période précédant la crise, le même terme utilisé, la première fois, pour qualifier le comportement des investisseurs lors de la hausse du marché dans les années 90¹⁸⁸.

Cependant, cette exubérance n'a pas duré. Avec l'éclatement de la bulle de l'immobilier, les investisseurs ont eu de sérieuses craintes quant à la qualité de leurs investissements. Les titres adossés aux emprunts étaient d'une telle complexité, qu'il était quasi impossible de localiser le risque lié à la détérioration des prêts subprimes. Dans le schéma récurrent des crises étasuniennes, la détérioration d'un secteur du marché a mené à une fuite à la qualité¹⁸⁹. Avec les premières difficultés, les investisseurs institutionnels ont préféré quitter le marché des titres financiers titrisés pour investir dans des titres quasiment sans risque comme les bons de trésors. Cette fuite vers la qualité n'était pas liée à la détérioration des cash-flow ABS, subprime MBS et CDO. L'étude approfondie de ces titres entre 2005 et 2007 ne permet pas de conclure que ces titres se sont détériorés durant la crise¹⁹⁰. D'autant plus, la taille des crédits subprimes n'était, en elle-même, pas suffisante pour déclencher la crise de 2008¹⁹¹.

La crise de 2008, comme les crises précédentes, était une crise de liquidité. Les titres précédemment insensibles à l'information, se sont transformés en titres sensibles à l'information, en effet la détérioration des crédits subprimes a secoué la confiance des

¹⁸⁸ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.126.

¹⁸⁹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.130.

¹⁹⁰ Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.18.

¹⁹¹ Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, February 2010, JEL No. G01, G1, G2, p. 2.

investisseurs dans la qualité de leurs investissements. Le choc du marché de l'immobilier a déclenché une recherche d'information. Les investisseurs, étant incapables de localiser le risque des prêts subprimes parmi les parties à la chaîne de Shadow Banks, ont refusé de renouveler leurs repos et ABCP.

Les pensions livrées ou repos (*Repurchase Agreements*) consistent en « l'opération par laquelle un établissement de crédit obtient d'un autre établissement de crédit, de la banque centrale ou de tout autre agent économique une avance de fonds, généralement à très court terme, moyennant la remise d'effets publics ou privés d'une valeur au moins équivalente à celle de l'avance momentanément consentie ¹⁹²». En l'espèce, un investisseur institutionnel va investir ses liquidités, généralement du jour au lendemain, en contrepartie d'un titre financier (ABS, CDO, MBS etc.) qu'il pourra vendre en cas de défaillance de l'emprunteur.

Les titres courts adossés à des actifs (TCAA) ou ABCP (*Asset Backed Commercial Papers*) se caractérisent par « l'émission de billets de trésorerie par une entité ad hoc (*Special Purpose Vehicle*) pour refinancer des actifs titrisés de natures diverses (créances commerciales, créances bancaires, voire des titres obligataires)¹⁹³ ». Comme leur nom l'indique, ces titres sont à court terme, leur maturité variant de 30 à 90 jours pouvant atteindre les 270 jours.

La courte maturité des repos et des ABCP, par rapport à la maturité plus longue des actifs auxquels les titres financiers sont adossés, reproduit la vulnérabilité du système bancaire quant aux ruées de déposants. Comme la titrisation repose sur la vente en gros de titres financiers titrisés par le biais de repos et ABCP caractérisés par leur courte maturité, et étant donné que de tels titres ne bénéficient pas de garantie gouvernementale, le *Shadow Banking System* est vulnérable au ruée d'investisseurs¹⁹⁴, chose démontrée par les événements menant à la crise de 2008.

Ce refus par les investisseurs de renouveler leur engagement déclencha la crise de 2008. Les institutions financières en besoin urgent de liquidité, et ne trouvant pas de prêteur de dernier recourt, ont dû vendre les titres à prix rabaisés (Fire Sales) engendrant des pertes supplémentaires. Les agences de notation, ayant pris conscience de leur omission, se sont hâtées à déclasser une gamme de tranches d'ABS et ABS CDO notées AAA. Les banques sont devenues méfiantes les unes des autres et les taux d'intérêts sur les prêts interbancaires sont montés en flèche, le marché précédemment en abondance de liquidité s'est asséché du jour au lendemain.

¹⁹² Bulletin De La Banque De France, n° 7, JUILLET 1994, p.101.

¹⁹³ Bulletin De La Banque De France, n° 106, OCTOBRE 2002, p.38.

¹⁹⁴ Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist? p.4.

La crise du *Shadow Banking* système ne diffère donc pas des crises précédentes. Dans un schéma récurrent, des titres liquides se sont sensibilisés à l'information du fait d'un choc touchant un secteur du marché générant ainsi une fuite vers la qualité.

Cependant la panique bancaire de 2008 ne concernait pas les dépôts bancaires traditionnels mais des titres échangés sur le marché secondaire et, de ce fait, n'impliquait pas les déposants traditionnels mais les investisseurs institutionnels et les institutions financières composant les chaînes de titrisation¹⁹⁵ d'où son caractère quelque peu illusoire.

Le défaut derrière la crise de 2008 est donc un défaut structurel du système bancaire et financier gravitant autour de la liquidité. Les passifs bancaires et financiers sont présumés sûrs et garantis par des collatérales suffisantes, mais sont surtout supposés être à court terme et remboursable à demande. Lorsqu'un secteur du marché est touché, le choc se répercute et la confiance des investisseurs est ébranlée. Les retraits en masse engendrent une pénurie de liquidité et donc une crise financière.

Les titres en question varient de crise en crise mais le défaut systémique est le même, la sensibilisation de titres, précédemment immunisés contre l'information, à cette dernière.

La crise de 2008 est donc, dans l'esprit identique à ces antécédentes et s'inscrit parfaitement dans la lignée des crises récurrentes.

La crise de 2008 est donc une crise de liquidité, son ampleur dépend du rôle joué par l'aléa moral dans sa préparation et l'amplification de ses répercussions.

L'aléa moral est « la maximisation de l'intérêt individuel sans prise en compte des conséquences défavorables de la décision sur l'utilité collective¹⁹⁶ ». Concrètement, l'aléa moral existe à chaque fois qu'une partie contracte en mauvaise foi, présente de fausses informations à sa contrepartie ou à chaque fois qu'une partie est incitée à prendre des risques supplémentaires au détriment de son cocontractant.

Concrètement, cet aléa s'est traduit par des coûts d'agences¹⁹⁷ liés aux incitations divergentes des différents acteurs des chaînes de titrisation.

L'incitation des emprunteurs :

Les emprunteurs avaient, comme considération principale, la surévaluation de leurs biens afin de minimiser le ratio du montant emprunté sur la valeur du bien acheté¹⁹⁸.

L'incitation des banques :

Dans une chaîne de titrisation, les banques jouent le rôle d'initiateur de prêts. Leur incitation principale était de créer autant de prêts possibles afin de les transférer à un SPV pour les titriser.

¹⁹⁵ Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, February 2010, JEL No. G01, G1, G2, p.2-4

¹⁹⁶ Adam Smith

¹⁹⁷ Coûts engendrés par la divergence entre les intérêts de deux parties contractantes.

¹⁹⁸ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.132

Ce comportement était accentué par les politiques laxistes d'attribution des prêts et la nonchalance des banques, qui s'intéressaient plus aux profits découlant de la transmission des prêts, plutôt que de chercher à savoir si elles pouvaient en supporter les risques¹⁹⁹.

Cependant la transmission du risque aux SPV était imparfaite. Les banques constituaient une grande partie des investisseurs dans les titres créés à partir des prêts qu'elles ont initié. En pratiques, les banques ont conservé une grande partie des tranches equity sur leur bilan.

Ce comportement contreproductif s'est motivé par deux considérations principales:

- 1- La réduction de l'aléa moral en convaincant les potentiels investisseurs que les titres financiers en question sont sûrs²⁰⁰.
- 2- L'arbitrage réglementaire : les banques étaient instiguées à générer du profit et des bonus par la prise de risque supplémentaire et ont conservé une part de leurs produits les plus risqués, et donc les plus illiquides, sur leur bilan. Ce comportement était surtout motivé par le fait que ces investissements s'enregistraient sur portefeuille de négociation, moins exigeant en fonds propres que le portefeuille de prêts²⁰¹. Cet arbitrage réglementaire a créé un canal de contagions qui a permis de transmettre la crise du marché financier au secteur bancaire.

L'incitation des créateurs de titres titrisés :

La préoccupation principale des créateurs d'ABS et ABS CDO était la liquidité de ces titres. Comme nous l'avons déjà expliqué, pour qu'un titre soit liquide il doit être immunisé contre l'information. La considération des créateurs de titres était donc de structurer ces derniers de sorte à avoir la tranche notée AAA la plus grande possible. C'est pourquoi plusieurs structures préliminaires étaient présentées aux agences de notations avant de donner au titre sa structure finale.

L'incitation des agences de notations :

La considération principale des agences de notation était de satisfaire à leurs clients. Il faut garder à l'esprit que les agences de notations sont des établissements privés qui sont payés par les banques et les institutions financières. En effet en 2005, plus de 40% du revenu de Moody's, une des agences de notation les plus notoires, provenait de la notation de dettes titrées.

¹⁹⁹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.124.

²⁰⁰ James Crotty, Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture', Cambridge Journal of Economics 2009, 33, p.568.

²⁰¹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.131.

L'incitation des traders :

Le système de rémunération, mis en place par les banques d'investissement, incitait les traders à prendre des risques supplémentaires de manière aléatoire.

La rémunération principale des traders n'était pas le salaire mais plutôt les bonus annuels. Ces derniers étaient attribués en fonction du profit à court terme, généré par le trader, peu importe les pertes pouvant en découler à long terme. Les sommes versées en bonus étaient exorbitantes. En 2006, un des employés de Meryll Lynch, dont le salaire annuel est de \$ 350 000, s'est vu verser un bonus annuel de \$ 34 650 000, soit quatre-vingt-dix-neuf fois son salaire annuel²⁰². Ces bonus exorbitants et la possibilité de les conserver, nonobstant les répercussions des décisions des traders à long terme, a poussé ces derniers à prendre des risques supplémentaires de manière aléatoire même en toute conscience des pertes potentielles dans les années à venir.

La divergence entre les incitations des différents acteurs de la chaîne de titrisation, motivé par l'attrait du gain personnel à court terme, représente la quintessence de la cupidité du système capitaliste. Les coûts d'agences engendrés par l'aléa moral ont donné à la crise de 2008 toute son ampleur.

Les effets dévastateurs engendrés par les événements de 2008 ont mené à une vague de nouvelles réglementations curatives, visant à garantir la sécurité du *Shadow Banking* system, et assuré la résilience du marché.

²⁰² The New York Times, On Wall Street, Bonuses, Not Profits, Were Real, December 17 2008.

Chapitre 2: Les réactions curatives des régulateurs après la crise de 2008

Fin 2007, une crise financière prit le marché mondial par surprise. Hormis certaines institutions financières et certains investisseurs institutionnels fortement engagés dans le marché secondaire, personne n'avait envisagé la possibilité d'une telle crise et nulle n'avait prédit sa propagation déchaînée au marché mondiale.

Les régulateurs étaient complètement démunis face à l'obscurantisme qui entourait l'origine du déclenchement de la crise et son effet d'entraînement. Cette confusion entrava toute tentative d'action préventive rapide et efficace. En l'absence de « plan de sauvetage d'urgence », il a fallu attendre le dénouement des événements en question, avant de voir les premières interventions des régulateurs.

Avec la dissipation de la confusion engendrée par le choc étourdissant de la crise, différentes régulations commencent à voir le jour. Loin d'être uniformisées, ces régulations tendent vers une même finalité, la mise en place et en œuvre de différentes dispositions et différentes règles prudentielles inspirées des leçons de la crise de 2008, afin d'immuniser le secteur financier contre les crises systémiques.

Le consensus implicite entre régulateurs est que le *Shadow Banking System* est indispensable au marché financier, et surtout au secteur bancaire qui dépend largement du financement provenant des institutions financières non bancaire. La résilience du système financier dépend donc de l'amputation chirurgicale du côté toxique du *Shadow Banking System* tout en conservant sa fonctionnalité.

Cette recherche minutieuse des régulateurs, à isoler l'aspect toxique du *Shadow Banking System*, se traduit par la promulgation de différentes réglementations autant au niveau national (Section 1), qu'au niveau international (Section 2).

Section 1 : La réglementation financière au niveau national : le Dodd-Frank Act

Le caractère le plus marquant de la crise financière de 2008 est indéniablement sa transmission du marché étasunien à la grande majorité des marchés domestiques et régionaux. La résiliation de ces derniers varie de pays en pays, et donc les effets de la crise bien qu'identiques en la forme, étaient au fond, spécifiques à chaque marché. Cette hétérogénéité à entraîner la promulgation d'un ensemble de réglementations nationales et régionales ajustées aux besoins respectives. Vu les restrictions imposées quant à la taille

de notre mémoire, nous ne sommes pas en mesure d'envisager l'ensemble de ces réglementations. Nous nous contenterons d'indiquer qu'au niveau régional un cadre législatif européen commença à se développer dès 2009. Ce cadre repose sur trois piliers, la transparence, le renforcement de la résilience et la stabilité du secteur financier ainsi que la protection du consommateur²⁰³.

Quant à la réglementation au niveau national, il est d'évidence que, bien que la crise de 2008 ait mérité le titre de crise globale, elle reste en l'essence nationale, le berceau de la contagion étant le choc au cœur du marché étasunien. Cette origine, purement nationale de la crise, justifie le choix d'étude de la réglementation domestique étasunienne post-2008.

Le Dodd-Frank Act :

Le 21 Juillet 2010, en guise de réaction à la crise de 2008, le 111^{iem} Congrès des Etats-Unis, sous l'Administration Obama, promulgue le « *Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act* » plus communément connu sous le nom de *Dodd-Frank Act*. Cette législation, supposée compréhensive, vise à « Promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant la responsabilité et la transparence du système financier, en mettant fin aux «trop gros pour échouer» (*Too BIG To Fail*), en protégeant les contribuables américains en mettant fin aux renflouements, en protégeant les consommateurs contre les pratiques abusives des services financiers et d'autres fins²⁰⁴ ». Cette gigantesque œuvre législative est composée de 16 titres représentant chacun un sous-ensemble de réglementation, et compte 540 sections développées sur plus de 2000 pages.

Il va de soi que, dans l'intérêt de notre mémoire, nous allons restreindre l'étude aux sous-réglementations qui, à notre sens, s'inscrivent directement dans la lignée de notre analyse.

1- La création du *Financial Stability Oversight Council (FSOC)* et de l'*Office of Financial Research (OFR)*

À l'aube de la crise, les administrateurs, actionnaires et créanciers de certaines institutions avaient un comportement laxiste dans la gestion de leur établissement. Cette nonchalance dans la prise de risque était motivée par la conscience que, vu leur importance, le gouvernement sera tenu d'intervenir pour les refouler en cas de difficulté. Cette mentalité

²⁰³ Hull, *Gestion des risques et institutions financières*, 3ième édition, p.131.

²⁰⁴ Préambule de la Public Law 111-203, PUBLIC LAW 111-203—JULY 21, 2010 *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 21 Julyt 2010.

de « Too Big To Fail » motiva la création de deux organes de supervision, le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) et le *Office of Financial Research* (OFR) :

Le FSOC est créé et régulé sous le sous-titre A intitulé *Financial Stability Oversight Council* du titre I intitulé *Financial Stability*, connu sous l'intitulé *Stability Act of 2010*²⁰⁵.

Le rôle principal du FSOC est de localiser le risque systémique généré par les banques et les institutions non bancaires jugées « Too Big to Fail », institutions dont la faillite menace l'ensemble du marché étasunien. En effet, Le FSOC tend à promouvoir une discipline de marché en mettant fin à de telles attentes d'interventionnisme, obligeant ces institutions à opérer avec le niveau de diligence qui leur est requis.

Afin de faciliter la tâche du FSOC, le Dodd-Frank Act crée l'Office of Financial Research dont le but est d'assister le FSOC dans ses tâches surtout par la collecte et la standardisation des modalités de collecte d'information, ainsi que le développement des modalités de calcul et de suivi des risques²⁰⁶.

2- La règle Volcker

La règle Volcker représente l'une des règles majeures mise en place par le Dodd-Frank Act qui lui consacre la section 619 intitulée « *Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds* ».

La section 619 du Dodd-Frank Act porte réforme du *Bank and Holding Company Act* de 1956 en y incorporant une nouvelle section portant le numéro 13 intitulé *The Volcker Rule*.

Cette règle, qui nous rappelle le *Banking Act* de 1933, interdit aux banques, d'une part, de s'engager dans des activités pour compte propres (*Proprietary Trading*)²⁰⁷, c'est-à-dire toute activité par laquelle la banque spéculé sur le marché en son nom propre et non pas pour le compte de ses clients. D'autre part, elle interdit aux banques d'acquérir ou de conserver sur leurs bilans des actions de fonds spéculatifs, ou fonds d'investissements

²⁰⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 101, Short Title.

²⁰⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 153. Purpose and Duties of The Office.

²⁰⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 619. Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds. (a), (1), (A). (f) Limitations on Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds.

privés. Encore plus, la règle Volcker interdit aux banques toute forme de participation dans de telles institutions²⁰⁸.

Cette même règle s'étend à toute institution financière non bancaire qui s'engage dans des activités pour compte propre, ou qui détient des actions, ou toute autre forme de participation dans des fonds spéculatifs, ou fonds d'investissements privés, en leurs imposants des exigences supplémentaires en termes de capital, ainsi que des limitations quantitatives se rapportant aux activités précités²⁰⁹.

Cependant, il faut noter que la sous-section (d) et la sous-section (f) énumèrent certaines exceptions quant à l'interdiction des rapports entre banques, institution financière non bancaire, fonds spéculatifs et fonds d'investissements privés²¹⁰.

3- La réglementation des ABS

Le Dodd-Frank Act consacre les sections 942 à 946 à la réglementation des ABS.

La section 942 intitulée « *Disclosures And Reporting For Asset-Backed Securities* » impose à la SEC l'obligation d'adopter des réglementations qui exigent des émetteurs d'ABS de divulguer toutes informations relatives aux actifs sous-jacents aux titres qu'ils ont émis et ceci pour chaque tranche ou classe d'ABS²¹¹.

Conformément, le 27 Août 2014, la SEC adopte les « *Rules Provide Enhanced Disclosures, Transparency, and Reporting to Better Protect Investors in Securitization Market* ». Ces règles visent à renforcer la transparence du marché d'ABS, la protection des investisseurs, et facilite la formation du capital dans le marché de titrisation. Parmi d'autres, les nouvelles règles comportent une obligation de divulgation des niveaux de

²⁰⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 619. Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds. (a), (1), (B). (f) Limitations on Relationships With Hedge Funds and Private Equity Funds.

²⁰⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 619. Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds. (a), (2), (A). (f) Limitations on Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds.

²¹⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 619. Prohibitions On Proprietary Trading And Certain Relationships With Hedge Funds And Private Equity Funds. (d). Permitted Activities. (f) Limitations on Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds.

²¹¹ ²¹¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 942. (c) Disclosure Requirements. (1) In General.

prêts (*Loan-Levels*) pour les prêts hypothécaires résidentiels et commerciaux et les prêts automobiles²¹².

Afin d'éviter l'émission d'ABS toxiques et la fausse divulgation des niveaux de prêt sous-jacents, la nouvelle loi envisage la mise en place d'une obligation de rétention de risque par les émetteurs d'ABS. En effet, la section 946 intitulée "*Study on the Macroeconomic Effects of Risk Retention Requirements*" comporte une obligation, pour le président du Conseil de surveillance des services financiers, d'effectuer une étude sur les effets macroéconomiques des exigences de rétention de risque par les créanciers et les titrisateurs de créances immobilières. Cette étude vise à identifier le rôle que de telles exigences peuvent jouer dans la prévention d'une bulle de l'immobilier, semblables à celle de 2008, afin de promulguer et mettre en œuvre des législations adéquates²¹³. Concrètement, l'obligation pour les émetteurs d'ABS de retenir sur leurs bilans une part du risque lié aux titres émis est susceptible, en théorie, de les dissuader d'émettre des titres de qualité douteuse étant donné qu'ils devront en supporter une part du risque.

La nouvelle réglementation des ABS permet à l'investisseur de créer sa propre diligence requise (*Due Diligence*), au lieu de se fier aveuglement aux notations accordées par les agences de notations, qui, comme nous l'avons déjà établi, peuvent être trompeuses tout en réduisant les coûts d'agence.

4- La régulation des dérivés de gré à gré

Vu le rôle primordiale des dérivés de gré à gré, surtout les CDS dans la crise financière, le Dodd-Frank Act consacre son septième titre à la régulation de ces derniers.

Le titre VII du Dodd-Frank act, connu sous le nom de « *Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010* »²¹⁴, répartit la responsabilité de surveiller et réglementer les produits dérivés entre deux institutions, la *Security and Exchange Commission*, compétente en terme de produits dérivés titrisés surtout les CDO, et la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) compétente pour l'ensemble du reste des produits dérivés²¹⁵. Il est intéressant de noter que ces compétences s'étendent, par analogie, aux

²¹² U.S Securities and Exchange Commission, Press Release, SEC Adopts Asset-Backed Securities Reform Rules, 2014-177, Washington D.C., Aug. 27, 2014.

²¹³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 945. Study On The Macroeconomic Effects Of Risk Retention Requirements. (A) Study required.

²¹⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 701. Short Title.

²¹⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section 712. Review of Regulatory Authority. (a), (1), (2).

produits et entités fonctionnellement ou économiquement similaires aux dérivées en question, laissant ainsi une grande marge de manœuvre aux régulateurs. La soumission des produits dérivés, à ces deux commissions, permet de mieux encadrer le marché de gré à gré caractérisé par sa dérèglementation.

L'encadrement du marché des dérivés gravite autour de la centralisation des transactions précédemment aléatoires. L'une des dispositions les plus importantes du *Wall Street Transparency and Accountability Act* est la mise en place d'agences de compensation (*Clearing Organizations*) qui agissent en tant que contrepartie centrale à la transaction, c'est-à-dire que toute transaction sur un produit dérivé doit obligatoirement passer par une de ces agences de compensations²¹⁶.

Ces agences qui agissent comme intermédiaires entre les différentes parties d'une transaction sur un produit dérivé, sont, sauf certaines exceptions, tenues de s'immatriculer auprès de la CFTC et la SEC²¹⁷ et de rendre à ces dernières des rapports dans les délais et conditions qu'elles prescrivent²¹⁸.

Le cadre réglementaire général mis en place par la loi de 2010, trouve sa mise en œuvre dans les normes et règles mises en place, et continuellement mises à jour par la SEC.

Le 22 octobre 2012, la SEC adopte les normes de gestion des risques et des opérations des agences de compensation. Ces normes sont reformées le 13 Octobre 2016, et comportent des exigences en termes de liquidité, de marge, de capital net, de ressources financières et de teste de stress²¹⁹.

En 2015, la SEC adopte une nouvelle règle qui vise à la mise en œuvre de la section 764 du Dodd-Frank Act, et prévoit un processus d'immatriculation auprès de la SEC des courtiers en swaps titrisés ainsi que des principaux participants aux swaps titrisés. Une règle d'immatriculation similaire est mise en œuvre pour les référentiels de données de swap titrisés²²⁰.

²¹⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, section. 723. Clearing. (3) Mandatory Clearing of Swaps.

²¹⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 725. Derivatives Clearing Organizations.

²¹⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 725. Derivatives Clearing Organizations. (k) Reporting Requirements. Public information.

²¹⁹ CFR, Title 17, Chapter II, Part 240, Section 240.17Ad-22, Standards for clearing agencies.

²²⁰ Rick A. Fleming, U.S. Securities and Exchange Commission, Examining the Dodd-Frank Act and the Future of Financial Regulation, November 29th 2016.

Cependant, la réglementation des produits dérivés, surtout le CDO de CDS, serait défectueuse sans la réglementation des compagnies d'assurance, qui sont à l'origine de ces contrats de transfert de risque.

5- la réglementation des compagnies d'assurance

A l'aube de la crise, les compagnies d'assurance, se sont aveuglement aventurées dans l'assurance des aléas de crédits accordés par les banques, et titrisés le long des chaînes de titrisation. Cette « exubérance irrationnelle²²¹ » des compagnies d'assurance fût l'une des causes principales derrière la crise financière.

C'est pourquoi, le Dodd-Frank Act consacre son cinquième titre, connu sous le nom du « *Federal Insurance Office Act of 2010* », à la réglementation de ces compagnies d'assurance²²².

La loi de 2010 crée le *Federal Insurance Office*, un bureau soumis au département de trésorerie, dont les fonctions principales consistent premièrement en la collecte d'informations nécessaires pour assurer l'accès des communautés les plus démunies à l'assurance abordable, exception faite de l'assurance santé²²³, et deuxièmement en l'évaluation des lacunes réglementaires susceptibles de générer un risque systémique semblable à l'exemple d'AIG lors de la crise de 2008²²⁴.

6- La réglementation des Agences de Notations

Comme nous l'avons précédemment démontré, les agences de notation ont joué un rôle primordial dans la prétendue immunisation des ABS et CDO contre l'information. Leurs fausses notations, modèles d'évaluation inadéquats ainsi que les conflits d'intérêt inhérent à leurs modèles de rémunération en ont fait des acteurs principaux de la crise financière.

Le Dodd-Frank Act consacre le sous-titre C « *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies* » du titre IX « *Investor Protections And Improvements To The Regulation Of Securities* » à la réglementation des Agences de notation de crédit.

²²¹ Expression d'Alan Greenspan président de la Reserve Federal 1987 – 2006.

²²² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010, Title V, Insurance. Section 501. Short Title

²²³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010 Section. 313. Federal Insurance Office. (c) Functions. (1). (B).

²²⁴ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010 Section. 313. Federal Insurance Office. (c) Functions. (1). (A).

Cette section comporte des dispositions relatives à la gouvernance, la gestion des agences de notation de crédit, y compris la gestion des conflits d'intérêts inhérents au modèle d'affaire²²⁵.

La nouvelle réglementation cherche à harmoniser la régulation et la surveillance des agences de notations nationale par la création d'un organe de direction centrale auprès de la SEC : *L'Office of Credit Ratings (OCR)* ²²⁶.

L'OCR a pour rôle la mise en œuvre des règles établies par la SEC, d'assurer la précision des notations et l'administration des sanctions aux agences récalcitrantes. L'OCR a la possibilité de rayer l'immatriculation de toute agence de notation, qu'il juge comme ne disposant pas de ressources financières et de gestion adéquate pour produire des notations de crédit avec intégrité²²⁷. Dans un souci de transparence, l'OCR est tenue de rendre un rapport annuel, publiquement disponible, sur la performance des différentes agences.

Le Dodd-Frank Act impose à la SEC de promulguer des règles, qui imposent aux agences de notations nationales de divulguer les notations initiales pour chaque obligataire, titre et instrument de marché monétaire, ainsi que tout changement à ces notations, afin de permettre aux investisseurs d'évaluer la précision de ces notations²²⁸.

Les agences de notation ne peuvent, à notre sens, être fiables tant que la question du conflit d'intérêt inhérent à leur mode de fonctionnement n'est pas abordée. En l'espèce, le sous-titre C du titre IX du Dodd Frank Act comporte plusieurs dispositions relatives au conflit d'intérêt au sein des agences de notations, surtout en ce qui concerne les relations entre les employés des agences et les émetteurs, sponsors ou souscripteurs de titres²²⁹.

La section 939 (f) de ce sous-titre impose à la SEC la responsabilité d'étudier le processus actuel de notation de crédit pour les produits de financement structurés, surtout les conflits d'intérêts associés aux modèles émetteur-payeur et abonné-payeur, afin de proposer des

²²⁵ Rick A. Fleming, U.S. Securities and Exchange Commission, Examining the Dodd-Frank Act and the Future of Financial Regulation, November 29th 2016.

²²⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010 Section. 932. Enhanced Regulation. (P) Regulation Of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Accountability, And Transparency of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. (1) Establishment of Office of Credit Ratings. (A) OFFICEESTABLISHED.

²²⁷ Ibid. (2) Suspension or Revocation for Particular Class of Securities. (A) In General

²²⁸ Ibid. (q) Transparency Of ratings Performance. (1) Rule Making Required.

²²⁹ Ibid. (4) Look-Back Requirement. — "(A) Review By The Nationally Recognized Statistical Rating Organization

solutions règlementaires²³⁰. Cependant, le Dodd-Frank Act n'apporte aucun remède concret à cette question.

7- La réglementation de rémunérations incitatives

Le système de rémunérations, mis en place par les institutions financières à l'aube de la crise, incita les traders à prendre des risques supplémentaires dans l'espoir de recueillir des bonus plus importants nonobstant les pertes que leurs investissements pourraient générer à long terme.

Afin de remédier à ce défaut structurel dans le système de rémunération des dirigeants, employés, administrateurs et actionnaires, le Dodd-Frank Act consacre sa section 952 intitulée, « *Enhanced Compensation Structure Reporting* » à la réglementation des rémunérations incitatives des institutions financières, qualifiée de *Covered Financial Institutions*.

Ce dernier terme est défini dans la même section comme toute institution dépositaire, société holding d'institution dépositaire, courtier, caisse, conseiller de placement, la *Federal National Mortgage Association*; la *Federal Home Loan Mortgage Corporation* et toute autre institution financière considérée, par décision commune des régulateurs fédéraux, comme *Covered Financial Institution*²³¹ à condition de disposer d'actifs dont la valeur dépasse un million de dollar. Ceci dit, toute institution financière ayant des actifs de valeur inférieure à un million de dollar est exempt des dispositions de la section 952²³². Le Dodd-Frank Act exige de la *Securities and Exchange Commission*, la Réserve fédérale, le Bureau du contrôleur de la monnaie, la *Federal Deposit Insurance Corporation*, la *Federal Housing Finance Agency* et la *National Credit Union Administration*, communément connue sous le nom de régulateurs fédéraux, la tâche conjointe de mettre en place les règles et lignes directives, visant la réglementation du mécanisme de rémunération incitatives²³³. Ces régulations doivent principalement toucher à la divulgation par les institutions financières de leurs structures de rémunération

²³⁰ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 939f. Study And Rulemaking On Assigned Credit Ratings. (b) Study.

²³¹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 952. Enhanced Compensation Structure Reporting. (e) Definitions. (2)

²³² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 952. Enhanced Compensation Structure Reporting. (f) Exemption for Certain Financial Institutions.

²³³ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 956. ENHANCED Compensation Structure Reporting.

incitatives, ainsi que la prohibition de toute rémunération incitative qui encourage la prise aléatoire de risque.

8- La réglementation de la dénonciation ou provision de siffleurs

Le but principal du Dodd-Frank Act est de combattre l'impunité de Wall-Street, surtout après les événements ayant mené à la crise de 2008. La plupart des dispositions de cette loi gravitent autour de la récolte, l'échange et la divulgation d'informations. Dans ce même esprit, la loi de 2010 met en place des provisions, relatives aux siffleurs ou divulgateurs d'information. Ces dispositions renforcent celles mises en place par le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 et contiennent des incitatives et des assurances visant à encourager la divulgation d'information méconnue par les régulateurs.

Toute personne, détenant des informations relatives à des comportements illicites aux seins des institutions financières, est en position de le divulguer au gouvernement, durant un délai de prescription de 180 jours suivant leurs découverte²³⁴, en contrepartie de rémunération financière représentant 10% à 30% du montant des sanctions monétaires totales recueillies²³⁵. D'autant plus, la loi comporte des dispositions relatives à la protection des siffleurs contre les représailles de leurs employeurs ainsi que la confidentialité de leur identité²³⁶. Ces dispositions concernent aussi bien les employés de la société, que ses filiales et sociétés affiliées.

Ces huit dispositions représentent, à notre sens, la quintessence du Dodd-Frank Act et englobent la grande majorité des notions discutées dans notre mémoire. Cependant, la loi de 2010 n'a pas reçu de consensus général et a suscité de nombreuses critiques. Pour certains, la nouvelle régulation est trop stricte au point de freiner le développement économique, pour d'autres, elle était trop laxiste pour permettre d'éviter une nouvelle crise économique.

Ce débat innée au Dodd –Frank Act résulta dans sa réforme par l'Administration Trump qui promulgua le « *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act* »

²³⁴ L'ancien délai de prescription était de 90 jours.

²³⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 748. Commodity Whistleblower Incentives and Protection. (B) Awards. (1) In General. et Section. 922. Whistleblower Protection.

²³⁶ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Julyt 2010. Section. 922. Whistleblower Protection. (h) Protection Ofwhistleblowers. (1) Prohibition Against Retaliation. Et (2) Confidentiality.

le 24 mai 2018, suite à son vote au Congrès deux jours auparavant par 258 membres contre 159 négations.

Ce vote largement majoritaire par les républicains ainsi que certain démocrates, mérita à cette législation le titre de législation bipartite. Cependant, et toujours fidèle au modèle américain des critiques politiquement motivées, cette législation suscita une dichotomie dans l'analyse de ces ramifications.

Pour les opposants de cette dernière, les changements qu'elle apporte mettent en échec les dispositions du Dodd-Frank Act et en constitue une abrogation expresse. Pour ses partisans, la nouvelle loi ne touche pas aux fondements du Dodd-Frank, à savoir la supervision et réglementations prudentielles des grandes banques, les compétences discrétionnaires de la réserve fédérale et l'établissement de régulateurs fédéraux. A savoir qu'une tentative d'abrogation de la loi de 2010, sous la forme du « *Choice Act* », fut rejetée par le Sénat en juin 2017, en faveur du « *Economic Growth Act* ».

Nous analyserons brièvement dans ce qui suit, les changements les plus importants mis en place par la nouvelle législation de 2018.

1- l'augmentation du seuil de soumission des institutions financières non bancaires et des sociétés holding aux réglementations prudentielles

La section 401 du *Economic Growth Act* réforme le Financial Stability Act de 2010 prévu au Titre 1 du Dodd-Frank Act, en modifiant le seuil de la valeur des actifs requis pour la soumission des sociétés holding aux règles prudentielles plus strictes. Alors que sous la section 165 de la loi de 2010, le seuil était de 50 milliards de dollars, il devient de 250 milliards de dollars sous la loi de 2018. Cette même loi laisse, à la discrétion du *Federal Reserve Board*, la décision de soumettre les sociétés ayant des actifs de 100 milliards à 250 milliards de dollars aux règles prudentielles susmentionnées²³⁷.

Ce même seuil s'applique à la détermination, par le FSOC, des institutions non financières posant un risque systémique, lui permettant d'exiger des rapports sur les conditions de ces institutions, selon les dispositions des sections 113, 115 et 116 du Dodd-Frank Act²³⁸.

²³⁷ Economic Growth Act. 24 Mai 2018. Title IV. Tailoring Regulations for Certain Bank Holding Companies, Section. 401.

²³⁸ Arnold & Porter, Passage Of The Economic Growth Act Modifies The Dodd-Frank Act And Provides Other Financial Regulatory Relief, 1 Juin 2018.

D'autant plus, la loi réforme la section 165(i) du Dodd-Frank Act, augmente le seuil d'actifs requis pour les tests de résistance (Company-Run Stress Tests) de 10 à 250 milliards de dollars et remplace les tests semi-annuels par des tests périodique²³⁹.

2- le soulagement de la régulation pour les petits prêteurs

Les partisans de la réforme de 2018 soutiennent que cette dernière intervient dans un souci de protection des petit et moyen prêteurs, sans pour autant bénéficier les grandes institutions, qui elles, sont responsables pour la crise de 2008. En effet, un grand nombre des dispositions de la nouvelle loi bénéficie aux petits prêteurs et soulage les régulations auxquelles ils sont soumis.

La section 101 de la nouvelle loi, met en place des conditions d'attribution de prêts plus laxistes pour les institutions dépositaires et les caisses (Credit Unions) assurées, ayant des actifs consolidés de valeur inférieure ou égale à 10 milliards de dollars.

Bien que ces institutions ne soient plus tenues de respecter toutes les conditions d'attribution de prêts hypothécaires prévues dans le *Truth in Lending Act* de 1968, ces dernières institutions bénéficient toujours des « Safe Harbor Provisions » concernant leurs prêts hypothécaires simples (*Plain Vanilla*). C'est-à-dire que, même si ces institutions auront une approche plus laxiste quant aux exigences d'attribution des prêts hypothécaires, elles seront toujours éligibles pour recevoir la protection juridique relative aux prêts hypothécaires admissibles au sens du *Truth in Lending Act*²⁴⁰.

D'autant plus, la nouvelle loi comporte plusieurs dispositions se rapportant à la règle Volcker, une des règles clefs du Dodd-Frank Act. En effet, selon les critiques de la nouvelle législation cette dernière a réussi à « diluer » la règle Volcker lorsqu'elle a dispensé les banques ayant des actifs consolidés de valeur inférieure à 10 milliards de dollars de l'application de cette règle, les autorisant ainsi à s'engager dans des activités spéculatives pour compte propre²⁴¹. D'autant plus, la section 204 de la nouvelle loi abroge partiellement une des restrictions mise en place par la règle Volcker relative à l'emploi par un courtier ou un fonds de placement privé du même nom, ou d'une variante du même nom qu'une entité bancaire.

²³⁹ Ibid.

²⁴⁰ Economic Growth Act. 24 Mai 2018. Title IV. Tailoring Regulations for Certain Bank Holding Companies, Section. 101. (F). Safe Harbor. Et Truth in Lending Act. Section 129C (b) (2) Minimum Standards For Residential Mortgage Loans.

²⁴¹ NBC News, Erik Sherman, Congress just approved a bill to dismantle parts of the Dodd-Frank banking rule, 23 Mai 2018.

Le *Economic Growth Act* comporte aussi des dispositions relatives aux exigences en terme de capital et de ratio de levier pour les banques locales définies comme toute institution dépositaire, ou une société holding d'institutions dépositaires, dont le total des actifs consolidés est inférieur à \$10 000 000 000. Selon ces dispositions, les régulateurs fédéraux devront mettre en place un ratio de levier financier d'au moins 8% ne devant pas excéder les 10%²⁴².

Finalement, la nouvelle loi met en place des dispositions moins rigoureuse en termes de rapports trimestrielles, pour les institutions ayant des actifs consolidés n'excédant pas les 5 milliards de dollars²⁴³.

Nous ne pouvons pas prétendre avoir abordé le Dodd-Frank Act et sa réforme de manière compréhensive. Cependant, les sous-réglementations présentées ci-dessus, donnent une idée claire de l'approche adoptée par le législateur étatsunien pour la réglementation du *Shadow Banking System*.

Le Dodd-Frank Act est une œuvre législative bien trop technique et complexe qu'elle dépasse de loin la compréhension de quiconque n'est pas complètement immergé dans le monde de la finance. La taille même de la loi, dont le texte fait plus de 2000 pages, suffit à décourager quiconque à chercher de la comprendre. Ce caractère évasé de la loi, sans parler de ses reformes, laisse une grande incertitude quant à l'efficacité de sa mise en œuvre. Ceci est d'autant plus vrai, du fait qu'une grande majorité des dispositions de la loi de 2010 constitue des dispositions cadres, qui n'établissent pas de règles spécifiques, mais au lieu, imposent des obligations aux régulateurs de mettre en place et en œuvre de telles règles.

L'efficacité ou non, du Dodd-Frank Act et les ramifications de sa réforme par le *Economic Growth Act* sont difficiles à prédire, seul le temps permettra de proprement évaluer ces lois, et leurs efficacité dans la prévention d'une nouvelle crise globale. Ceci dit, il ne nous reste qu'à spéculer sur la capacité et les compétences des régulateurs fédéraux à qui incombe la tâche de surveiller et réguler les différents acteurs du marché. Cependant, cette tâche n'incombe pas qu'au régulateur étatsunien, le caractère global de la crise et la mise en jeu des intérêts de divers marchés domestique, ainsi que du marché mondiale, suscite une réglementation au niveau international.

²⁴² *Economic Growth Act*. 24 Mai 2018. Title IV. Tailoring Regulations for Certain Bank Holding Companies, Section. 201. (3) Qualifying Community Bank. (A) Asset threshold. Et *ibid.* (B) Risk Profile. (b) Community Bank Leverage Ratio.

²⁴³ ²⁴³ Arnold & Porter, *Passage Of The Economic Growth Act Modifies The Dodd-Frank Act And Provides Other Financial Regulatory Relief*, 1 Juin 2018

Section 2 : La réglementation financière au niveau international

L'ampleur de la crise économique de 2008, et sa propagation du marché étasunien à l'ensemble de l'économie globale, révéla l'existence de vastes réseaux d'interconnexion et d'interdépendance entre les différents marchés domestiques. Ces voies d'interconnexion, bien que nécessaires, pour la croissance économique de chaque marché, sont susceptibles de transmettre les chocs financiers de la sphère du domestique à l'ensemble de l'économie mondiale.

Au XXI^e siècle, il est peu pragmatique de parler de marchés domestiques en parfaite indépendance du marché mondial, ceci est d'autant plus vrai pour le *Shadow Banking System*. En ce sens, une régulation purement domestique ne peut prétendre parfaitement encadrer ce système, au point de prévenir la réitération d'une crise systémique.

La menace qui pèse sur le marché globale ne peut être empêchée que par l'effort conjoint et la coopération entre les différents acteurs de la communauté internationale. Cette coopération se traduit par l'intervention du régulateur international.

Les plus proéminents de ces régulateurs sont : le Comité de Bâle qui vise la réglementation des banques, et le Conseil de Stabilité Financière qui vise la réglementation du *Shadow Banking System*. Encore une fois, les restrictions quantitatives imposées sur notre mémoire ne nous permettrons pas de détailler la régulation mise en place par le CSF, nous rappelons cependant, que celle-ci est envisagée sur une plage de temps s'étalant de 2011 à 2015 dans les sections précédentes²⁴⁴.

Le comité de Bâle est un organe supranational, regroupant les banques centrales et superviseurs bancaires de 28 juridictions différentes. Ce comité créé en 1974 par les gouverneurs des banques centrales du G10, s'est doté de la mission de renforcer la résilience du marché bancaire en établissant, et harmonisant, des règles de supervision et de contrôle prudentielles, ainsi qu'en incitant à la coopération entre les différents régulateurs bancaires.

Le comité de Bâle, par le moyen de ces différents accords, cherche à établir des règles de solvabilité et de contrôle harmonisé, cependant les standards qu'il met en place ne sont pas contraignants.

Depuis sa création, le comité a établi quatre accords dont deux furent établis suite à la crise de 2008, le premier étant l'accord de Bâle 2.5 et le deuxième l'accord de Bâle 3.

²⁴⁴ Page 65 de notre mémoire.

- L'accord de Bâle 2.5 :

Des 1995, le comité de Bâle met en place deux modèles de calcul de risque. Le premier, étant l'approche des mesures standardisées, constitue d'un cadre réglementaire complexe et rigoureux. Le deuxième, moins exigeant, repose sur l'approche des modèles internes propres à chaque banque dans les limites de critères qualitatifs et quantitatifs prédéfinis.

L'accord de Bâle 2.5, entré en vigueur le 31 décembre 2011, comporte trois principales modifications²⁴⁵ relatives aux modèles internes :

- 1- Le Calcul d'une VaR extrême (Stress VaR).
- 2- Une nouvelle charge pour risque incrémental *Incremental Risk Charge* (IRC).
- 3- Une mesure de risque global *Comprehensive Risk Measure* (CRM).

1- Le calcul d'une VaR extrême

La VaR ou *Value at Risk* est une statistique qui permet de mesurer le niveau de risque financier au sein d'une entreprise, d'un portefeuille ou d'une position sur une période donnée. En terme plus commun, c'est une statistique qui va permettre d'envisager les pertes possibles liées à un investissement. Cette méthode est utilisée pour le calcul du capital réglementaire pour le risque de marché. Ce dernier étant le risque d'enregistrer des pertes suites à la fluctuation des prix de titres financiers composant un portefeuille, ces pertes devant être couvertes par les fonds propres²⁴⁶. Il existe différents modèles pour le calcul des VaR, telles que les simulations Monte Carlo, les simulations historiques et le VaR paramétrique. Le comité de Bâle n'impose pas de modèle spécifique aux banques pour l'évaluation du risque et leur laisse la liberté de choisir le modèle qui leur convient à condition que ce modèle englobe la totalité des risques encourus par la banque²⁴⁷.

La grande majorité des banques, dans ce contexte, ont opté pour la simulation historique étant la moins coûteuse et la moins complexe. Selon ce modèle, les variations passées des actifs composant un portefeuille vont permettre de projeter les variations futures des actifs se trouvant dans une même position. Cette hypothèse fut mise en échec par la crise de 2008, à l'aube de laquelle les variables sur les portefeuilles d'actifs étaient quasiment stables.

²⁴⁵ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.277.

²⁴⁶ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Exigences minimales de fonds propres en regard du risque de marché, Janvier 2016, p.6.

²⁴⁷ Basel Committee on Banking Supervision, Consultative document, Proposed revisions to the Basel II market risk framework, February 2011, 4. Quantitative standards, (f).

Ceci poussa le comité de Bâle à mettre en place une nouvelle forme de VaR, appelée VaR extrême, basée sur une période de 250 jours dans des conditions de marché extrême. Cette VaR est calculée à 10 jours au seuil (intervalle de confiance unilatéral) de 99%, c'est-à-dire que les pertes sur le portefeuille ne doivent pas excéder 1% sur une période de 10 jours²⁴⁸. Sachant que ces conditions extrêmes sont déterminées sur une période d'un an, durant laquelle la banque a enregistré des pertes. Les conditions de marché extrêmes vont donc varier de banque en banques.

Cette VaR extrême est ensuite combinée à la VaR standard (sur une période de 1 à 4 ans) avec la prise en compte de facteurs multiplicatifs afin de déterminer le montant des fonds propres requis.

Le recours à une VaR extrême plus pragmatique implique des exigences supplémentaires en termes de fonds propres.

Comme nous l'avons démontré dans notre mémoire, l'arbitrage réglementaire a joué un rôle primordial dans l'incubation de la crise financière. Les banques avaient conservé certains titres dans leur portefeuille de négociation, au lieu de les porter sur leur portefeuille bancaire. Cette pratique permettait aux banques de déjouer les exigences en fonds propres plus strictes relatives au portefeuille bancaire.

Afin de mettre terme à cet arbitrage réglementaire, le Comité de Bâle a mis en place deux modèles d'estimation de risque : la charge pour risque incrémental relative au titres non-titrés, et la mesure globale de risque relative au titres titrés.

2- La charge pour risque incrémental *Incremental Risk Charge (IRC)*

L'Accord de Bâle 2.5 a reformé l'article 718(XCii) de l'accord de Bâle 2, relatif à la charge pour risque de défaut incrémental. En effet, cette charge s'est avérée trop restrictive pour contre agir l'arbitrage réglementaire vu qu'elle ne concernait que le risque de défaut, c'est-à-dire le risque que le débiteur ne puisse honorer son obligation. La crise de 2008, comme nous l'avons démontré, n'était pas due principalement au défaut de paiement de prêts mais plutôt à une crise de liquidité.

C'est pourquoi l'accord de Bâle 2.5 a remplacé la charge pour risque de défaut incrémental par la charge pour risque incrémental²⁴⁹(IRC).

²⁴⁸ Ibid. (i).

²⁴⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Consultative document, Proposed revisions to the Basel II market risk framework, February 2011, 8. Treatment of Specific Risk, 718(XCii)

L'IRC est une estimation du risque de défaillance et de migration du risque relatif aux produits de crédit non titrisés dans le portefeuille de négociation. Le modèle IRC couvre également le risque de recouvrement et suppose que les taux moyens de recouvrement sont plus faibles lorsque les taux de défaillance sont plus élevés. L'IRC est calculé à un niveau de confiance de 99,9% sur un horizon d'un an²⁵⁰.

Etant donné que ces titres sont inscrits dans le portefeuille de négociation, les banques sont présumées capables de mitiger le risque de défaut par la diversification du portefeuille, pour cela une estimation périodique du risque est imposée. En outre, la banque doit déterminer des horizons de liquidité pour chaque titre inscrit au portefeuille, ces horizons représentent le temps nécessaire pour le recouvrement d'un titre dans des conditions adverses²⁵¹.

L'horizon de liquidité minimum est de trois mois, les titres les plus risqués bénéficient d'un horizon de liquidité plus longue variant de 6 à 9 mois²⁵². A l'issue de cette période, la banque considère que le titre s'est dégradé et a été remplacé par un titre de même qualité, cette hypothèse réplique un schéma de risque constant.

Le comité de Bâle met en place une charge similaire pour l'estimation du risque de corrélation inhérent aux instruments titrisés, la mesure de risque globale.

3- Une mesure de risque global *Comprehensive Risk Measure (CRM)*

L'une des plus grandes erreurs des agences de notations, à l'aube de la crise de 2008, est d'avoir traité les ABS et CDO comme des obligations ordinaires sans prendre en considération le risque lié à la corrélation entre ces instruments et les actifs sous-jacents. La CRM est une estimation du risque de corrélation des titres inscrits au portefeuille de négociation et fortement dépendant du risque de défaut d'actifs sous-jacent.

Cette estimation prend en compte les écarts de crédit (*Credit Spreads*), la corrélation, le recouvrement et les risques de défaut. Le CRM est calculé à un niveau de confiance de 99,9% sur un horizon d'un an, en appliquant une hypothèse de niveau constant de risque²⁵³. L'horizon de liquidité, en termes de CRM, est de 6 mois pour l'ensemble des titres composants le portefeuille.

²⁵⁰ Morgan Stanley, Market Risk Capital Disclosures Report For the Quarter Ended March 31, 2013, Incremental Risk Charge, notre traduction.

²⁵¹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.279.

²⁵² Morgan Stanley, Market Risk Capital Disclosures Report For the Quarter Ended March 31, 2013, Incremental Risk Charge.

²⁵³ Ibid. Comprehensive Risk Measure.

L'article 718(XCv) de l'accord de Bâle 2.5 laisse une marge de manœuvres aux banques de mettre en place leurs propres modèles d'estimation de risque, sous réserve d'approbation par les régulateurs. Cette approbation est conditionnée par la prise en compte effective, inter alia, du risque de corrélation lié aux défaillances multiples, des écarts de crédit, de la volatilité de ces corrélations et leur relation avec les écarts de crédits ainsi que les taux de volatilité des recouvrements²⁵⁴.

Ces nouvelles règles mises en place par l'accord de Bâle 2.5, permettent l'évaluation rigoureuse et continue des risques inhérents à chaque institution. Ceci dit, le recours à certaines méthodologies d'évaluation, et périodes de stress propres à chaque institutions, entraves la contre-examen des données récoltées. Par conséquent, les modèles mis en place ne peuvent donner lieu à l'évaluation du risque systémique concentré dans un marché donné sur une période déterminée.

L'Accord de Bâle 2.5, de part sa réforme de l'accord Bâle 2, a mis en place les fondements nécessaires pour la mitigation du risque de marché par l'augmentation des fonds propres requis. La modification de la de IRDC, et son remplacement par la IRC, ne signifie, en aucun cas, que le risque de crédit est aujourd'hui dépassé. C'est pourquoi le comité de Bâle est intervenu par le moyen de l'accord Bâle 3 pour réguler ce risque.

- L'accord Bâle 3 :

L'accord Bâle 3, dans sa version finale de 2011 s'appuie sur les fondements mis en place par ses prédécesseurs pour renforcer la réglementation et la résilience du marché, surtout en ce qui concerne le risque de crédit. La mise en œuvre des dispositions de cet accord s'entend de 2013 jusqu'en 2019.

L'Accord Bâle 3 repose sur six piliers :

- 1- une définition plus stricte des fonds propres.
- 2- la mise en place d'un volant de conservation.
- 3- la mise en place d'un volant contracyclique.
- 4- la mise en place d'un ratio de levier.
- 5- l'estimation du risque de liquidité.
- 6- l'estimation du risque de contrepartie.

1- Une nouvelle définition plus restrictive des fonds propres :

L'un des éléments clefs de l'accord Bâle 3 consiste en la mise en place d'une nouvelle définition des fonds propres. Cette définition centralisée sur les actions ordinaires

²⁵⁴²⁵⁴ Basel Committee on Banking Supervision, Consultative document, Proposed revisions to the Basel II market risk framework, February 2011, 8. Treatment of Specific Risk, 718(XCv).

(Common Equity), tend à améliorer la qualité des capitaux propres et à harmoniser la réglementation et la terminologie en la matière. Une telle harmonisation permettrait l'analyse inter-juridictionnelle de la qualité des capitaux.

Les régulateurs ont commencé par restreindre la définition des capitaux propres en éliminant la classe des fonds propres sous-complémentaires.

Désormais, les fonds propres se décomposent en 2 classes, tel que suit²⁵⁵ :

1- Les fonds propres de base (Tier 1) :

a- Actions ordinaires et actions assimilées

b- Fonds propre de base additionnel

2- Les fonds propres complémentaires (Tier 2)

Pour la définition de ces trois classes de fonds, l'accord présente une liste de critères d'inclusions qui permettent d'identifier les fonds en question. Cette approche basée sur le critère plutôt que sur l'énumération de composantes permet de donner une portée exhaustive à la définition de fonds propres.

Selon l'accord, les actions ordinaires comportent, inter alia: le capital social, les bénéfices non répartis, les primes d'émission, les actions ordinaires émises par les filiales consolidées de la banque et détenues par des tiers. Les fonds propres de base additionnel quant à l'ensemble des instruments satisfaisant aux conditions d'inclusion dans T1, n'entrant pas dans la qualification d'actions ordinaires. Finalement, les fonds propres complémentaires englobent l'ensemble des instruments qui satisfont aux conditions d'inclusion dans T2 sans être inclus dans T1. L'une de ces conditions d'inclusion dans T2 les plus marquantes, est la subordination de ces instruments ou créances dont la durée initiale minimum est des cinq ans à la créance des déposants et des créanciers chirographaires de la banque²⁵⁶.

Cette subordination des fonds Tier 2 aux autres créances est au cœur de la philosophie du régulateur. En effet, au sens de ce dernier, les fonds Tier 1 constitue un *Going Concern Capital*, c'est-à-dire un capital destiné à la continuité de l'exploitation et qui donc, permet d'absorber les pertes sans que la société ne tombe en faillite. Les fonds Tier 2, quant à eux, constituent un *Gone Concern Capital*, c'est-à-dire des capitaux propres à la

²⁵⁵ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.13.

²⁵⁶ Ibid. p.14-18.

liquidation qui servent pour absorber les pertes d'une société mise en faillite ou en liquidation, d'où leurs subordination aux dettes des créanciers²⁵⁷.

La définition de l'accord Bale 3 est plus stricte que les définitions précédentes, d'une part elle élimine une classe de fonds propres, et d'autre part, impose des taux de fonds propres plus élevés. En effet, selon l'accord, le taux total des fonds propres doit à tout moment être au moins égale à 8% du total des actifs pondérés. Quant aux taux des fonds propres de base totaux et d'actions ordinaires et assimilées, ils doivent être, depuis 2015, respectivement au moins égale à 6% et 4.5% ²⁵⁸du total des actifs pondérés²⁵⁹.

L'Accord contient aussi des propositions à ce que les banques de tailles systémiques soient tenues de tenir des fonds propres plus important, cependant le terme banque systémique n'est pas défini ni harmonisé, d'où l'ambiguïté de ces propositions²⁶⁰.

2- la mise en place d'un volant de conservation :

Le volant de conservation mis en place par l'accord Bale 3 se rapproche des réserves légales imposées aux sociétés. Ce volant permet aux banques de constituer une marge de fonds propres qu'elles pourront mobiliser en période de tensions, afin d'éviter d'enregistrer des pertes en termes de fonds propres.

Ce volant de conservation doit être composé d'actions ordinaires et assimilées Tier représentant 2.5% du total des actifs pondérés²⁶¹. Le taux des fonds propres totaux, des fonds propres de base totaux et des actions ordinaires et assimilées Tier 1 doivent augmenter, en période d'aisance, de 2.5% et deviennent, dans le minimum requis, des taux respectives de 10.5%, 8.5% et 7%²⁶². La crise survenue, les banques peuvent mobiliser ce volant dans les limites des fonds propres minimum. Cependant, l'épuisement partiel, ou total, du volant, oblige la banque à recapitaliser, ceci induit des restrictions sur la distribution des dividendes dans des conditions et proportions déterminées par l'accord²⁶³.

²⁵⁷ H. Rodgin Cohen et al, Basel Committee Proposes Strengthening Bank Capital and Liquidity Regulation, January 7, 2010.

²⁵⁸ Ces taux étaient respectivement de 4% et 2% sous Bale I.

²⁵⁹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.13

²⁶⁰ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.279.

²⁶¹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.61.

²⁶² Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ième édition, p.279.

²⁶³ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.62.

3- la mise en place d'un volant contra-cyclique²⁶⁴

Si le volant de conservation se rapproche des réserves légales, le volant contra-cyclique, lui, se rapproche des réserves statutaires et tend à renforcer le premier.

La détermination de ce volant est laissée à la discrétion du régulateur national et prend en considération l'environnement géographique et macro financier dans lequel évoluent les banques. Les régulateurs nationaux sont tenus de désigner un organe compétent pour la mise en œuvre d'une telle réserve, dans les limites spécifiées par l'accord, à savoir que ce volant doit représenter entre 0 et 2.5% du total des actifs pondérés.

La mise en place d'un volant similaire spécifique à chaque banque, se rapprochant du concept de réserves optionnelles, est laissée à la discrétion de ces dernières. La composition, constitution, et recapitalisation des volants contra-cycliques susmentionnés se déroulent dans des conditions déterminées par l'accord et très similaires à celles relatives au volant de conservation.

4- la mise en place d'un ratio de levier

Le ratio de levier est le rapport entre les fonds propres de la banque et son exposition totale, afin de limiter l'exposition des banques à l'effet de levier, qui traduit le rapport entre l'endettement et la rentabilité des actifs achetés. Selon l'Accord de Bâle 3, le ratio de levier minimum doit être de 3%, ce rapport entre fonds propres de base Tier 1 et exposition totale prend en compte un vaste rayon de source de levier aussi bien sur bilan que hors bilan, notamment les dérivés et les repos et instruments titrisés²⁶⁵.

5- l'estimation du risque de liquidité

Comme nous avons conclu dans notre chapitre relatif à la crise de 2008, cette dernière était dans l'essence une crise de liquidité. Des titres présumés liquides se sont avérés illiquides, propageant une fuite à la qualité dans l'ensemble du marché. Vu la défaillance de la réglementation relative à la liquidité, le comité de Bâle publie en 2008 les Principes de saine gestion et de surveillance du risque de liquidité. L'accord de Bâle 3 vient renforcer ces principes par deux ratios relatifs à la liquidité, l'un à court terme l'autre à long terme.

²⁶⁴ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.63-64.

²⁶⁵ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.67-68.

a- Le ratio de liquidité à court terme Liquidity Coverage Ratio (LCR)

Le ratio de liquidité à court terme permet de renforcer la résilience des banques dans des scénarios de perte de liquidité très semblables à celui menant à la crise de 2008. Ce scénario traduit des pertes de liquidité sur une période de 30 ans comprenant :

1. Le retrait d'une partie des dépôts de détail ;
2. La perte partielle de la capacité de financement de gros non garanti ;
3. assèchement partiel des financements à court terme garantis par certaines sûretés et auprès de certaines contreparties ;
4. Des sorties contractuelles supplémentaires, y compris obligation de fournir des sûretés, provenant d'un déclassement de la note de crédit de l'établissement allant jusqu'à 3 crans ;
5. La hausse de la volatilité des marchés affectant la qualité des sûretés ou l'exposition potentielle future des positions sur dérivés, qui exigerait donc d'appliquer aux sûretés une décote supérieure ou de remettre des sûretés supplémentaires, ou entraînerait d'autres besoins de liquidité ;
6. Des tirages non programmés sur les engagements confirmés de crédit et de liquidité accordés, mais non utilisés, fournis par la banque à sa clientèle ; et,
7. Un besoin potentiel, pour la banque, de racheter ses titres de dette ou d'honorer des obligations non contractuelles, afin d'atténuer le risque de réputation²⁶⁶.

Ces événements, énumérés par le comité de Bale, représentent à la lettre les événements ayant animé la crise de 2008 tel que présentés par notre mémoire.

Pour l'application du LCR, on entend par fonds propre de base, l'encours d'actifs liquides de haute qualité (HQLA). Cet encours est défini par l'accord de Bale en vertu de caractéristiques qui se rapportent d'une part aux actifs eux-mêmes (comme l'absence de corrélation avec des actifs risqués) et d'autre part à des caractéristiques de marché. L'accord impose aussi des exigences opérationnelles relatives aux horizons de monétisation d'actif en temps de tension ainsi que des exigences de diversification de portefeuille. Quant à l'exposition, elle représente le total de sortie nette de trésorerie sur une période de 30 jours. Le rapport entre numérateur et dénominateur doit, à tout moment, être au moins égal à 100%²⁶⁷.

²⁶⁶ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III: Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité Janvier 2013, p.7.

²⁶⁷ Ibid.

b- Le ratio structurel de liquidité à long terme Net Stable Funding Ratio (NSFR)

Ce ratio est calculé pour une période de gestion de liquidité d'un an, par le rapport entre le financement stable disponible et le financement stable exigé²⁶⁸.

Le premier est obtenu en multipliant les ressources en question par un facteur de financement stable disponible *Avialable Stabel Funding* (ASF). Le deuxième est obtenu en multipliant les actifs et éléments hors bilan nécessitant un financement par un facteur de financement stable requis *Required Table Funding* (RSF)²⁶⁹. Le rapport entre ressources stables disponibles et besoins en financement stable doit être supérieur ou égale à 100%²⁷⁰.

Le recours au NSFR permet de décourager le recours au financement en gros lorsque le marché semble très liquide, tout en encourageant la prise en compte des éléments hors bilan dans l'évaluation des risque de liquidité²⁷¹.

6- l'estimation du risque de contrepartie

Le risque de contrepartie est le risque qu'une contrepartie fasse défaut à son obligation.

Le comité de Bale met en place un modèle de calcul des exigences en fonds propre pour le risque de contrepartie sur des dérivées de gré à gré. Ces dernières sont tenues de calculer un ajustement de valorisation sur actifs *Credit Value Adjustment* (CVA) afin de couvrir le risque de pertes en valeur de marché sur de tels dérivés²⁷².

L'exposition au risque de crédit, liée aux produits dérivés, se caractérise par sa nature bilatérale. C'est-à-dire que l'exposition des parties au contrat au risque de crédit n'est pas constante, et peut varier d'une position négative à une position positive²⁷³ en fonction des variables sous-jacentes, tel que le marché des actifs sous-jacents ou les écarts de crédits.

Le CVA revient à comparer la valeur estimée d'un portefeuille sans risque à la valeur effective du même portefeuille, la différence entre les deux représente la valeur de marché du risque de contrepartie. L'estimation continue du CVA permet d'anticiper les fluctuations de l'exposition au risque de contrepartie sur les dérivées.

L'accord Bale 3 met en place deux approches du CVA : l'une standard de portée générale et l'autre avancée spécifique au banques ayant droit de recours modèle internes.

²⁶⁸ Comité de Bâlesur le contrôle bancaire Bâle III : Ratio structurel de liquidité à long terme Octobre 2014, p.2.

²⁶⁹ Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ieme édition, p.284.

²⁷⁰ Basel Committee on Banking Supervision Basel III: the net stable funding ratio October 2014, p.

²⁷¹ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.10.

²⁷² Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.33.

²⁷³ Ernst & Young, Credit valuation adjustments for derivative contracts, April 2014, p.4.

Le calcul du CAV selon l'approche standard se fait par une formule standard mise en place par l'article 104 de l'accord. Cette formule mathématique est accompagnée par un tableau déterminant les coefficients pondérations par rapport aux notations externes des contreparties²⁷⁴.

L'approche avancée ne porte plus beaucoup d'intérêt comme la réforme Bale 4 a interdit le recours aux modèles internes.

En effet le 7 décembre 2017, le comité de Bale a publié un document qui finalise l'accord Bale 3, ce document est connu informellement sous le nom de Bale 4. Cet accord est supposé entrer en vigueur le 1 janvier 2022 avec une période de mise en œuvre progressive prévue pour le 1 janvier 2027. Le noyau de cet « accord » est la standardisation des approches des actifs pondérés aux risques. Cette standardisation s'opère principalement par l'élimination des approches de mesures internes, surtout en ce qui concerne la standardisation des approches fondées sur la notation interne, de l'approche du risque de crédit et de l'estimation du risque opérationnel²⁷⁵.

Cette standardisation, par le comité de Bale, des différentes approches relatives au risque témoigne d'une évolution dans la compréhension des modalités de réglementations du *Shadow Banking System*. L'efficacité de cette dernière dépend, dans une large mesure, de la possibilité de confronter les données en provenance des différentes juridictions et institutions, afin de pouvoir évaluer le risque au niveau systémique. La disparité entre les différentes approches relatives aux actifs pondérés aux risques rend une telle étude impossible. Nous avons rencontré des difficultés similaires dans notre étude des différents rapports relatifs au renforcement de la surveillance et la régulation du *Shadow Banking System* mis en place par le CSF. L'unification des unités de base, et des approches des différents risques, liée au fonctionnement du *Shadow Banking System*, ainsi que son interconnexion avec le système bancaire traditionnel, est une des clefs de voute pour la mise en place d'une réglementation efficace. Nous ne pouvons assez souligner l'importance de la prise en compte du risque systémique imposé par le *Shadow Banking System*, et l'harmonisation des réglementations et méthodologie qui doivent en découler. La réglementation des institutions, prenant part dans les chaînes d'intermédiation non conventionnelles, ne peut en aucun cas prévenir une nouvelle crise globale si ces dernières sont prises isolément.

D'autant plus, il faut souligner que, si la réglementation basée institution, tel qu'opérée par le comité de Bale, est possible en ce qui concerne la réglementation bancaire, cette dernière ne

²⁷⁴ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011, p.37-38.

²⁷⁵ Ernst & Young, Basel IV: finalizing post crisis reforms, December 2017.

l'est en aucun cas pour le reste des entités du *Shadow Banking*. En effet, la disparité des définitions, modes de fonctionnement, et même des noms accordés à ces dernières, dans les différentes réglementations domestiques, entravent toute tentative de réglementation de la sorte.

C'est ce qu'a très bien compris, le troisième groupe de travail du CSF, lorsqu'il a opéré un virement d'une réglementation basée institution à une réglementation opérationnelle, c'est-à-dire, une identification et réglementation des différentes institutions composant le Shadow Bank, telles que définies par leurs activités. Ce virement, très bien accueilli constitue la pierre angulaire d'un système de supervision efficace du *Shadow Banking System*, en ce qu'il permet la supervision et réglementation trans-juridictionnelle du *Shadow Banking System* au-delà des disparités domestiques.

Il est clair que les régulateurs internationaux ont opté pour l'approche classique de la réglementation financière du *Shadow Banking System*, on entend par cette dernière la réglementation directe, par le biais de disposition plus stricte tirant leçons des événements de 2008. Cependant, la mise en œuvre de ces règles, dont les charges sont souvent trop lourdes et peu pragmatiques, laisse à désirer, chose dont témoignent les prorogations continues de mise en œuvre de ces réglementations.

Il serait cependant bénéfique pour ces régulateurs d'envisager des approches moins classiques de régulation. En effet, le *Shadow Banking System* est, pour une grande part, la résultante d'un arbitrage réglementaire motivée par l'opacité des réglementations bancaires. La mise en œuvre de règles de trop strictes aura, pour corolaire directe, la survenance d'un nouveau *Shadow Banking System* sous une nouvelle forme.

En ce sens, certaines leçons peuvent être tirées du régulateurs nationaux, quant au recourt aux procédés de réglementations alternatives. On entend, par cette dernière, la réglementation indirecte du *Shadow Banking System*, qui à notre sens, doit passer par l'incitation des différents acteurs à l'évaluation effective de l'opportunité de leurs décisions. Le Dodd-Frank act en présente un exemple par le contentement des rémunérations incitatives, ainsi que la possibilité de leurs retraits dans des délais préfixé.

Les lois fiscales offrent une opportunité similaire, par le biais de la mise en place de nouvelles taxes sur la transmission de titres entre contreparties. En ce sens, une taxe serait imposée au vendeur d'un titre titrisé à chaque fois que ces titres passent d'une main à une autre. Ce coût imposé à l'émetteur ou vendeur du titre, pousserait ces derniers à évaluer plus scrupuleusement l'avantage à tirer de la transmission de ce dernier.

Dans l'intérêt de la transparence totale, lors du choix de mon sujet, je ne m'attendais pas à un thème aussi complexe et ramifié. Bien que le fondement de ce mémoire dépasse ma

compréhension, en termes de finance, je me permets l'indiscrétion de conclure avec une recommandation.

Le système financier globale dépend fortement du *Shadow Banking System*, ce système amené au jour en 2008, reste aujourd'hui très décevant. Les régulateurs ont très bien compris que toute tentative de réglementations doit chercher à éliminer l'aspect toxique de ce système, tout en conservant ses bénéfices. Cependant, une telle réglementation ne peut être atteinte si l'on aborde le *Shadow Banking System* en tant que corps homogène et uniforme. Le caractère évanescent de ce dernier résulte après tout de son esprit caméléon et multiforme. Les réglementations domestiques et celles internationales, trop limitatives dans leurs définitions et approches du *Shadow Banking System*, ne peuvent prévenir la propagation des risques systémiques.

La réglementation d'un système de finance non conventionnel ne peut se faire par le biais de réglementation au sens conventionnel. Les régulateurs doivent à tout moment garder dans l'esprit le caractère multiforme et systémique du *Shadow Banking System*, faute de tomber dans la sphère de la réglementation limitative, sans pour autant tomber dans le piège des réglementations trop envasées. En ce sens, les régulateurs doivent harmoniser l'approche opérationnelle des institutions composants le *Shadow Banking System*, et sortir de la réglementation financière au sens qui doit être complétée par des réglementations alternatives.

BIBLIOGRAPHIE

- 12 C.F.R. 34.4(a) (4), 69 Federal Register 1904 (Jan. 13, 2004).
- Abdel-Malak et Abou Chacra, La titrisation une technique financière prometteuse, Bulletin Interne de l'Association des Banques du Liban.
- Actufinance, Définition, Papier Commercial, <http://definition.actufinance.fr/papier-commercial-877/>.
- Allen & Gale, Financial Contagion, the Journal of Political Economy, vol 108, issue 1, February 2000
- Allen and Gale, Financial Contagion the journal of Political Economy, vol.108. issue 01, February 200
- Allen et Gale, The Journal Of Political Economy, Vol 108, Issue 1, February 2000
- AMF, Communiqué de Presse AMF: Forex, options binaires et arnaques financières en ligne : L'AMF, le Parquet de Paris, la DGCCRF et l'ACPR se mobilisent, 31 mars 2016.
- An et Dang, Subordination Levels in Commercial Mortgage-backed Securities (CMBS), march 8, 2007.
- Andreas Jobst économiste au département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, « Qu'est-ce que la titrisation»? , Finances & Développement, Septembre, 2008.
- Arnold & Porter, Passage Of The Economic Growth Act Modifies The Dodd-Frank Act And Provides Other Financial Regulatory Relief, 1 Juin 2018
- Autorité des Marchés Financiers (AMF), <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html#>
- Autorité des Marchés Financiers (AMF), Lexique, <http://www.amf-france.org/En-plus/Lexique.html#>.
- Autorité des marchés Financiers, Placements à haut risque ou arnaques : les conseils de l'AMF, Listes noires des sites non autorisés, 3 février 2017.
- Banque de France, Direction de Entreprises, Référentiel des Financements des Entreprises, fiche numéro 221 du 20/06/2014.
- Banque de France, documents économiques, documents et débats n°3, glossaire.

- Banque de France, Politique Monétaire, Service a La Place Bancaire et Financière, Le Marché de la Pension Livrée.
- Banque de France, Revue de la stabilité financière, N° 7, Novembre 2005. P.63
- Basel Committee on Banking Supervision Basel III: the net stable funding ratio October 2014.
- Basel Committee on Banking Supervision, Consultative document, Proposed revisions to the Basel II market risk framework, February 2011.
- Basel Committee on Banking Supervision, Consultative document, Proposed revisions to the Basel II market risk framework, February 2011
- Bonneau et Drummond, Droit des marchés financiers, 3^e éd. 2010.
- Bonneau, Droit bancaire, Montchrestien 9e éd. 2010.
- Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les ETFs.
- Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les fonds de placement, Types de fonds de placement.
- Bourse de Paris, Euronext, Centre d'apprentissage, Les fonds de placement, Types de fonds de placement.
- Bulletin De La Banque De France, n° 106, OCTOBRE 2002.
- Bulletin De La Banque De France, n° 7, JUILLET 1994.
- Caballero et Simsek, Complexity and Financial Panics, NBER Working Paper No. 14997, May 2009, revised on December 5, 2011
- Capital requirement, CRD IV/CRR, frequently asked questions European Commission Memo Brussels, July 16th 2013.
- Carapella et Mills²¹, information insensitive securities: the benefits of Central Counterparties, Federal Reserve Board of Governors, Washington DC, 20551, October 15, 2012.
- Center for Community Capital at the University of North Caroline, the impact of federal preemption of state anti-predatory laws on the foreclosure crisis, August 27th 2010.
- CFR, Title 17, Chapter II, Part 240, Section 240.17Ad-22, Standards for clearing agencies.
- Charles Ponzi, The Rise of Mr.Ponzi, 2001.
- CNBC, The SEC Rule That Broke Wall Street, March 21nd 2012.

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires, Juin 2011.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III : Ratio structurel de liquidité à long terme Octobre 2014.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Bâle III: Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité Janvier 2013.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Exigences minimales de fonds propres en regard du risque de marché, Janvier 2016.
- Conseil de Stabilité Financière, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, 12 Novembre 2015
- Consumer and Community Development Research Section, Consumers and Mobile Financial Services 2016, March 2016.
- Cont, Moussa and Santos, Network structure and systemic risk in banking systems, April 2012.
- Dang, Gorton and Holmström, Financial Crises and the Optimality of Debt for Liquidity Provision, May 10, 2010.
- Daniela Gabor University of the West of England Bristol Shadow Interconnectedness: the political economy of (European) shadow banking.
- Deutsche bank (2015) Money market funds – an economic perspective
- Deutsche bank, Money market funds an economic perspective, 26 Février 2015
- Discours de Charles I Plosser, Redesigning financial system regulation, a la conference de l'Université de New York, Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, March 6, 2009
- Discours de Janet. L. Yellen vice-président du conseil des gouverneurs du système de réserves fédérales au déjeuner-causerie de l'association financière américaine / association financière américaine. San Diego, Californie 4 janvier 2013
- Discours de M. Stanley Fischer, vice-président du Conseil des gouverneurs du système de la Réserve fédérale, lors de la Conférence sur la stabilité financière

2015, intitulée «Stabilité financière: Analyse des politiques et besoins en données», parrainé par la Federal Reserve Bank of Cleveland et le Financial Research, Washington DC, 3 décembre 2015.

- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 July 2010.
- Economic Growth Act. 24 Mai 2018.
- Ernst & Young, Credit valuation adjustments for derivative contracts, April 2014.
- Ernst & Young, Basel IV: finalizing post crisis reforms, December 2017.
- Esther Jeffers et Dominique Plihon, Le Shadow Banking System et la crise financière, Cahiers français N° 375.
- FDIC, About FDIC, 2015-2019 Strategic Plan, Mission, Vision, and Values.
- Federal Deposit Insurance Corporation, a Brief History of Deposit Insurance in the United States, September 1998.
- Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, How much deposit insurance coverage do I qualify for?
- Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, Is every financial product at a bank covered by the FDIC?
- Federal Deposit Insurance Corporation, Deposit Insurance FAQs, What is the FDIC?
- Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992.
- Federal Housing Finance Agency, ABOUT FANNIE MAE & FREDDIE MAC.
- Federal Register, Vol. 69, No. 118, Monday June 21, 2004, Rules and Regulations.
- FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO, Why did the Federal Reserve System lower the federal funds and discount rates below 2 percent in 2001?, January 2002.
- Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, January 6 through January 27, 2003.
- Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, July 9 through August 6, 2007.
- Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, November 18 through December 9, 2002

- Federal Reserve, Policy tools, The discount rate, Archives, October 7 through November 6, 2002.
- Fond Monétaire International, *Shadow Banking Economics and Policy*, 4 Décembre 2012.
- Forbes, Lest We Forget: Why We Had A Financial Crisis, November 22nd 2011.
- Franceinfo, Faux sites de trading : une arnaque à 4.5 milliards d'euros, 31 mars 2016.
- Franceinfo, L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading, 31 mars 2016, 16 :25.
- Franceinfo, L'autorité des marchés financiers met en garde contre les faux sites de trading, 31 mars 2016.
- Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 8eme édition, 2007.
- FSB – Global *Shadow Banking* Monitoring Report – 12 Novembre 2015.
- FSB Strengthening Oversight and Regulation of *Shadow Banking* Policy : Framework for Strengthening Oversight and Regulation of *Shadow Banking* Entities August 29th 2013
- FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, November 18 2012.
- FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, November 14 2013.
- FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, October 30 2014.
- FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, November 12 2015.
- FSB, Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, October 27 2011.
- Gary B. Gorton, Questions and Answers about the Financial Crisis, NBER Working Paper No.15787, February 2010, JEL No. G01, G1, G2.
- Gillian Tett, Lost through destructive creation, March 9, 2009.
- Goldman Sachs, Media Relations, Press Releases, GOLDMAN SACHS TO BECOME THE FOURTH LARGEST BANK HOLDING COMPANY, September 21st 2008.
- Goldman Sachs, Media Relations, Press Releases, Goldman Sachs to Become the Fourth Largest Bank Holding Company, September 21st 2008.
- H. Rodgin Cohen et al, Basel Committee Proposes Strengthening Bank Capital and Liquidity Regulation, January 7, 2010.
- Hull, Gestion des risques et institutions financières, 3ieme édition.

- Hyun Song Shin, Princeton University, Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System, 4th of June 2009
- James Crotty, Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the 'new financial architecture', Cambridge Journal of Economics 2009, 33.
- Jean-François Lepetit, Imperfections which otherwise prevent funds from moving easily from suppliers of funds, 2010,
- Kergommeaux et Van Gallebaert, la titrisation d'actifs immobiliers, Bulletin Joly Bourse.
- Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007
- Kosar, CRS report for congress Order Code RS21663, Government-Sponsored Enterprises (GSEs): An Institutional Overview, Updated April 23 2007
- Kroszner, Interconnectedness, Fragility and the Financial Crisis, February 2010.
- Laura E. Kodres, Sous-Directrice du département des marchés monétaires et de capitaux du FMI, Qu'entend-on par «banque parallèle»? , Finances & Développement, Juin 2013.
- L'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
- Ligne directrice Novembre 2014, Normes de liquidité : Chapitre 6 – Outils de suivi des liquidités intra journalières, Canada.
- Mathieu et d'Herouville, Les dérivés de crédit, Economica, 1998.
- Michael John Lytle, Fonds indiciaires et gestion active, Le temps, Dimanche 7 Décembre 2014
- *Monetary Policy Report* submitted to the Congress on February 27, 2002, pursuant to section 2B of the Federal Reserve Act.
- Morgan Stanley, Market Risk Capital Disclosures Report For the Quarter Ended March 31, 2013, Incremental Risk Charge.
- Nasri Diab et Iyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes, Delta, 2^eéd. 2003.
- NBC News, Erik Sherman, Congress just approved a bill to dismantle parts of the Dodd-Frank banking rule, 23 Mai 2018.
- O. Bar-Gill, Seduction by plastic, 2004, Northwestern Law review, 98.

- Oversight of Student Loan Marketing Association (Sallie Mae), hearings, 102nd Cong., 2nd sess. (Washington: GPO, 1982).
- Park, Anatomy of ABS CDO: Why do ABS CDOs Exist?
- Prasanna Gai, Andrew Haldane et Sujit Kapadia, Complexity, Concentration and Contagion, 1 August 2011
- Préambule de la Public Law 111-203, Public Law 111–203—July 21, 2010 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 21 Juillet 2010.
- Rapport du groupe de travail présidé par M. FRANCIS LORENTZ, Commerce électronique: une nouvelle donne pour les consommateurs, les entreprises, les citoyens et les pouvoirs publics, janvier 1998.
- Reuters, Government Takes Control of Fannie, Freddie, September 7th 2008.
- Reuters, TIMELINE: A dozen key dates in the demise of Bear Stearns, 18 Mars 2008.
- Rick A. Fleming, U.S. Securities and Exchange Commission, Examining the Dodd-Frank Act and the Future of Financial Regulation, November 29th 2016.
- Roger I. Cartwright, Mastering Customer Relations, May 2000.
- Saleh M. Nsouli et Andrea Schaechter, Les enjeux de la « banque électronique », Finances & Développement, Septembre 2002.
- Saleh M. Nsouli et Andrea Schaechter, Les enjeux de la « banque électronique », Finances & Développement, Septembre 2002.
- Salomon Smith Barney, Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, 2001.
- Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers, US Department of Treasury Press Center, September 7th 2008.
- Seligman, Edwin R. A., The crisis of 1907 in the light of history, NY, Columbia Univ. Press, 1908.
- Selvin, Bad vibrations: subprime-sparked legal action, 2007, European lawyer, 72.
- Sheila Bair president du US Systemic Risk Council 6 juin 2013.
- Site officiel de L'U.S. Securities and Exchange Commission: www.investor.org.
- Stanton, Government Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World.

- Talal Bijjani, Securitization the innovative financial tool, p.69-70 et Nasri Diab et Iyad Boustani, la titrisation des actifs structurations juridiques et financières sur les marchés émergentes, Delta, 2^e édition, 2003.
- Talal Bijjani, Securitization the innovative financial tool.
- The Daily Mail, Insurance giant AIG saved by \$85bn loan from U.S. Federal Reserve... but crisis spreads to Morgan Stanley and Goldman's, September 17th 2008.
- The Federal Reserve, Community Reinvestment Act, February 11th 2014.
- The Guardian, AIG's \$61.7bn crash sends markets plunging, March 3d 2009.
- The Guardian, Wall Street crisis: Bank of America buys Merrill Lynch, September 15th 2008.
- The New York Times, Congress Passes Wide-Ranging Bill Easing Bank Laws, November 5th 1999.
- The New York Times, Federal Reserve Lowers Key Rate To 1%, Lowest Level Since 1958, June 26th 2013.
- The New York Times, Inside the Countrywide Lending Spree, 28 aout 2007.
- The New York Times, On Wall Street, Bonuses, Not Profits, Were Real, December 17 2008.
- The New York times, Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era, September 21st 2008.
- The New York Times, What Is Glass-Steagall? The 82-Year-Old Banking Law That Stirred the Debate, October 14th 2015.
- The Telegraph, The collapse of Lehman Brothers, October 17th 2017
- Thomas H. Stanton, Government Sponsored Enterprises: Mercantilist Companies in the Modern World (Washington: The AEI Press, 2002).
- Thomas H. Stanton, Government Sponsored Enterprises: Their Benefits and Costs as Instruments of Federal Policy (Washington: Association of Reserve City Bankers, April 1988)
- Times Magazine, Will Bringing Back a 1930s Banking Law Really Make Us Safer? August 2nd 2016.
- Times Magazine, Will Bringing Back a 1930s Banking Law Really Make Us Safer? August 2nd 2016.
- Titre 12 du United States Code U.S.C

- Tobias Adrian et al. , « Shadow Banking », Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105).
- Tobias Adrian et al., Shadow Banking, Revue d'économie financière 2012/1 (N° 105).
- U.S Securities and Exchange Commission, Press Release, SEC Adopts Asset-Backed Securities Reform Rules, 2014-177, Washington D.C., Aug. 27, 2014.
- U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC Fraud Advisories, Commodity Pool Fraud,
http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/FraudAwarenessPrevention/CFTCFraudAdvisories/fraudadv_commoditypool
- U.S. Commodity Futures Trading Commission, Glossary, Commodity Pool,
http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/EducationCenter/CFTCGlossary/glossary_co.
- U.S. Securities and Exchange Commission.
- United States Department of Housing and Urban Development and the US Treasury, Unequal Burden: Income and Racial Disparities in Subprime Lending in America, April 2000.
- United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549, Form 8-K, Countrywide Financial Corporation, July 8th 2008.
- **Vocabulaire de l'économie et des finances (liste de termes, expressions et définitions adoptés)**, JORF n°0269, 19 novembre 2008, p.17687, texte n° 97.