

N° 607

SÉNAT

SESSION ORDINAIRE DE 2015-2016

Enregistré à la Présidence du Sénat le 12 mai 2016

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

au nom de la commission des affaires européennes (1) sur l'amélioration de la transparence et de la régulation du système financier parallèle,

Par M. François MARC,

Sénateur.

(1) Cette commission est composée de : M. Jean Bizet, *président* ; MM. Michel Billout, Michel Delebarre, Jean-Paul Emorine, André Gattolin, Mme Fabienne Keller, MM Yves Pozzo di Borgo, André Reichardt, Jean-Claude Requier, Simon Sutour, Richard Yung, *vice-présidents* ; Mme Colette Mélot, M Louis Nègre, Mme Patricia Schillinger, *secrétaires*, MM. Pascal Allizard, Éric Bocquet, Philippe Bonnacarrère, Gérard César, René Danesi, Mme Nicole Durantou, M. Christophe-André Frassa, Mmes Joëlle Garriaud-Maylam, Pascale Gruny, M. Claude Haut, Mmes Sophie Joissains, Gisèle Jourda, MM. Claude Kern, Jean-Yves Leconte, François Marc, Didier Marie, Robert Navarro, Georges Patient, Michel Raison, Daniel Raoul, Alain Richard et Alain Vasselle.

SOMMAIRE

	<u>Pages</u>
AVANT-PROPOS	5
I. QUELS SONT LES CONTOURS ET LES ACTIVITÉS DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?	7
A. LA COMPRÉHENSION GLOBALE DU PHÉNOMÈNE DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE RECOUVRE DES RÉALITÉS HÉTÉROGÈNES... ..	7
B. ... DONT LES TENTATIVES DE DÉFINITION S'ORGANISENT AUTOUR DES TRAVAUX DU CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE.....	8
C. ... ET DANS LE CADRE DUQUEL CERTAINES ACTIVITÉS PRÉSENTANT UN FORT RISQUE SYSTÉMIQUE ONT ÉTÉ IDENTIFIÉES.....	9
II. QUELS SONT LA MESURE, LES FACTEURS DE DÉVELOPPEMENT ET LES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?	13
A. LA MESURE ENCORE DIFFICILE D'UN PHÉNOMÈNE INCONTESTABLEMENT CONSIDÉRABLE.....	13
B. ... DONT LE DÉVELOPPEMENT BÉNÉFICIE DE LA CONJONCTION D'ÉLÉMENTS FAVORABLES... ..	15
C. ... MAIS DONT LES RISQUES DOIVENT ÊTRE MESURÉS.....	17
III. QUELLES RÉPONSES RÉGLEMENTAIRES APPORTER AUX RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?	21
A. DES RECOMMANDATIONS INTERNATIONALES ÉLABORÉES PAR LE CSF... ..	21
B. ... QUI CONNAISSENT TOUTEFOIS DES SUCCÈS DIVERS AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE	22
CONCLUSION	25
EXAMEN EN COMMISSION	27
AVIS POLITIQUE SUR « LE SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE : POUR UNE TRANSPARENCE ACCRUE ET UNE RÉGULATION AMÉLIORÉE EN EUROPE »	31
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES	33

AVANT-PROPOS

L'expression « *shadow banking* », qui se traduit par « finance de l'ombre » ou « système financier parallèle », a été utilisée pour la première fois en 2007 par l'Américain Paul Mc Culley, économiste en chef dans l'entreprise PIMCO¹ à l'occasion de la réunion annuelle de la Banque centrale du Kansas à Jackson Hole aux États-Unis. Paul Mc Culley identifiait ainsi des établissements financiers non bancaires qui pratiquaient la transformation² mais sans avoir accès à une assurance des dépôts ou au refinancement des banques centrales. Ces institutions pratiquaient donc des activités similaires à celles des banques sans être soumises aux réglementations prudentielles bancaires : elles évoluaient dans l'ombre depuis plusieurs décennies.

Au même moment la crise révélait l'influence de ce système financier parallèle dans le processus de création excessive de crédit et de propagation des déséquilibres financiers. Le rapport Liikanen³ rappelle comment l'effondrement de pans entiers du système financier parallèle - tout d'abord les activités de titrisation sur les crédits immobiliers (*subprimes*) aux États-Unis, puis les retraits massifs sur les fonds monétaires qui s'en sont suivis - s'est propagé de façon massive au système bancaire entre 2007 et 2008.

Historiquement, le développement de la finance parallèle est lié à la libéralisation financière des années 1980 qui a conduit au développement des marchés et à une reconfiguration du système financier. Les établissements financiers, soumis progressivement aux normes prudentielles, ont engagé une transformation profonde de leurs activités traditionnelles qui, en s'appuyant sur une forte innovation financière, a conduit à un nouveau modèle de financement de l'économie par des acteurs non bancaires. Cette nouvelle forme d'intermédiation, qui englobe en réalité une très grande diversité d'acteurs, a tendance à se substituer de façon croissante aux banques dans leurs activités de financement traditionnel de l'économie, soutenue en cela par les évolutions technologiques.

Depuis quelques années, sous l'impulsion du G20, un large consensus international s'est constitué autour de la nécessité de mieux

¹ La société PIMCO (Pacific Investment Management Company) fait partie des 10 premiers gestionnaires d'actif mondiaux avec environ 1 500 Md\$ d'encours sous gestion.

² La transformation consiste dans le langage de la finance à emprunter à une échéance courte et à placer les fonds ainsi obtenus dans des actifs de plus longs termes créant de fait un risque de liquidité en cas d'impossibilité d'assurer dans le temps le refinancement court terme face à l'engagement long terme.

³ Erkki Liikanen: High-level expert group on reforming the structure of the European union banking sector -October 2012.

appréhender l'étendue et les implications du système financier parallèle, identifié comme une cause majeure d'instabilité. Les réflexions et travaux internationaux, tant académiques que réglementaires sur ce sujet, révèlent les difficultés rencontrées dans l'élaboration d'une définition pertinente et d'une correcte appréhension d'un phénomène qui semble prendre de l'ampleur dans un contexte de préoccupation grandissante au sujet de la stabilité financière internationale.

2014 (1^{er} octobre)

« Le FMI tire la sonnette d'alarme sur l'expansion menaçante du *shadow banking* » - *Agence Ecofin*

2015 (15 septembre)

« *Shadow banking* : pourquoi la Finance de l'ombre n'est toujours pas réglementée ? » - *Le Figaro*

2016 (16 février)

« La régulation bancaire par son intransigeance et sa volonté de normalisation du système bancaire pousse en réalité à la croissance de la finance dérégulée » - *E. CAMPOS - Les Echos*

C'est au regard de ces constats inquiétants que ce rapport cherche à apporter un premier éclairage sur une tendance qui, très probablement, prendra une importance croissante dans le paysage financier des prochaines années. Des éléments d'information pertinents doivent être rassemblés en réponse à quelques questions essentielles sur le sujet abordé, dont les principales peuvent être résumées comme suit :

- Quels sont les contours et les activités du système financier parallèle ?

- Quelle part occupe-t-il au sein du système financier international ?

- Quels sont les risques associés au système financier parallèle et ces risques se sont-ils accrus ? Si des avancées très importantes ont été réalisées sur la régulation prudentielle du secteur bancaire, qu'en est-il aujourd'hui de la supervision du système financier parallèle dont le rôle dans la crise financière est clairement avéré ?

- Persiste-t-il encore des zones d'ombre dans la surveillance de certaines pratiques du système financier parallèle qui pourraient compromettre la stabilité financière ?

- Quelles perspectives peuvent être tracées pour une meilleure prise en compte des risques liés à la finance parallèle au sein de l'Union européenne ?

I. QUELS SONT LES CONTOURS ET LES ACTIVITÉS DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?

A. LA COMPRÉHENSION GLOBALE DU PHÉNOMÈNE DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE RECOUVRE DES RÉALITÉS HÉTÉROGÈNES...

Malgré les nombreuses études menées ces dernières années, les contours et la croissance réels de la finance parallèle restent encore dans les faits assez mal maîtrisés. La compréhension globale du phénomène est toutefois relativement aisée. Le financement de l'économie, qui schématiquement consiste à rapprocher emprunteurs et prêteurs, peut se réaliser soit sous une forme désintermédiée c'est-à-dire par le recours direct aux marchés financiers, soit sous une forme intermédiée où le financement est géré soit par une banque soit par une institution non bancaire¹. Cette forme d'**intermédiation non bancaire** est le fait d'institutions ou d'activités très diverses qui peuvent être soumises partiellement à des régulations ou y échapper totalement. Il s'agit donc d'entités exerçant des activités d'intermédiation financière pas ou peu réglementées, non couvertes par des garanties publiques, ne pouvant recevoir de dépôts en tant que tels des épargnants et conduits à se financer directement sur les marchés financiers ou par divers autres canaux. C'est au sein de cette intermédiation non bancaire que se loge le phénomène de la finance parallèle identifié usuellement sous le vocable de *shadow banking*.

Au sens large, la finance parallèle peut donc être simplement présentée comme l'ensemble des institutions et des activités qui participent au financement de l'économie sans relever de l'activité bancaire « *stricto-sensu* ». D'ailleurs la variété des vocables utilisés, au-delà de l'anglicisme *shadow banking*, pour tenter de désigner ce phénomène en démontre la complexité et la multiplicité des perceptions. Ainsi peuvent être utilisés les termes de « finance parallèle », « finance de l'ombre », « système bancaire parallèle » et parfois même, par ceux qui contestent le caractère jugé trop péjoratif des termes précédents, « finance de marché » au sens large. D'ailleurs c'est sous cette dernière appellation que les activités de finance parallèle sont soutenues, notamment en Europe, mais dans un cadre plus sécurisé : Union des marchés de capitaux, relance du marché de la titrisation... Derrière la multiplicité d'appellations transparait une ambiguïté sur la perception du phénomène qui renforce la nécessité de développer des outils de définition plus précis. Il apparaît toutefois illusoire de chercher à établir une liste définitive et exhaustive de ce qui pourrait constituer le système financier parallèle car les entités et les activités qui y participent sont hétérogènes et par nature évolutives. Il est en effet possible de

¹ Source : BNP PARIBAS High level observations on EU Commission green paper on shadow banking.

considérer le crédit octroyé par une entreprise à ses clients comme une forme de finance parallèle au même titre que des opérations de titrisations complexes ou que des plateformes de financement participatif (*crowdfunding*)... L'hétérogénéité des activités appartenant potentiellement au système financier parallèle et leur nature évolutive démontrent d'ailleurs qu'il s'agit en réalité plus d'une adaptation en réaction à la pression réglementaire croissante et aux opportunités de marchés que d'un système stable et homogène. Cependant pour ne pas être amené à considérer un ensemble d'activités non pertinent et à surévaluer ou simplement mal évaluer la réalité de la finance parallèle, il faut se garder d'une définition négative c'est-à-dire d'un raisonnement par exclusion de tout ce qui n'est pas du financement bancaire.

B. ... DONT LES TENTATIVES DE DÉFINITION S'ORGANISENT AUTOUR DES TRAVAUX DU CONSEIL DE STABILITÉ FINANCIÈRE...

Il est donc indispensable d'approfondir les caractéristiques des entités ou des activités pouvant être qualifiées comme des éléments constitutifs du système financier parallèle. C'est sous l'impulsion du G20, conscient des risques liés à l'absence de supervision et de couverture réglementaire de segments entiers de financement de l'économie, que le Conseil de Stabilité Financière¹ (CSF ou *Financial Stability Board, FSB*) a initié des travaux qui visaient notamment à proposer des critères de définition du système financier parallèle. L'approche publiée par le CSF en 2011 a fait consensus et a depuis été reprise par la Commission européenne.

Le CSF définit le système financier parallèle comme « *un système d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel, susceptibles de poser des risques systémiques et/ou de recourir à des arbitrages réglementaires* »².

Ces activités peuvent être non régulées ou régulées mais avec des contraintes moins fortes que celles du secteur bancaire et doivent présenter **une des quatre caractéristiques suivantes** :

¹ Le Conseil de stabilité financière, créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009, succède au Forum de stabilité financière institué en 1999 à l'initiative du G7, a pour mission d'identifier les vulnérabilités du système financier mondial et de développer et mettre en place des principes en matière de régulation et de supervision dans le domaine de la stabilité financière. Il coordonne au niveau international les travaux des autorités financières nationales et des normalisateurs internationaux dans le domaine de la régulation et de la supervision des institutions financières. Il regroupe les autorités financières nationales et plusieurs organisations internationales et groupements élaborant des normes dans le domaine de la stabilité financière.

² Source : Rapport annuel 2015 - Haut Conseil de Stabilité Financière.

-
- avoir recours à la collecte de capitaux présentant des caractéristiques similaires à celles des dépôts ;
 - réaliser des opérations de transformation de maturité ou de liquidité ;
 - réaliser des opérations de transfert du risque de crédit ;
 - avoir recours au levier financier c'est-à-dire à l'endettement afin d'accroître la rentabilité d'une opération d'investissement.

Participent ainsi à la finance parallèle, selon les critères du CSF, des entités aussi diverses que les fonds d'investissement, les fonds de pension, les fonds alternatifs, les fonds monétaires ainsi que les activités de titrisation, les prêts/emprunts de titres, la gestion du collatéral et les opérations de pension... Il convient d'y inclure aussi d'autres entités comme les sociétés d'affacturage, les établissements de micro-crédit, les sites de *crowdfunding* et, éventuellement, les sociétés de gestion d'actifs, ce dernier point étant encore à l'étude.

C. ... ET DANS LE CADRE DUQUEL CERTAINES ACTIVITÉS PRÉSENTANT UN FORT RISQUE SYSTÉMIQUE ONT ÉTÉ IDENTIFIÉES

Les types d'activités et d'institutions qui font partie du système financier parallèle sont en constante évolution. Les trois exemples présentés ci-après n'ont donc pas vocation à présenter un panorama exhaustif mais ils représentent des segments du système financier parallèle qui ont joué un rôle important dans la crise financière et qui occupent toujours une place significative dans le système financier.

1. Les fonds monétaires et les fonds d'investissement

Les fonds monétaires se sont développés dans les années 1970 aux États-Unis avec, déjà, l'objectif de contourner la réglementation qui limitait la rémunération des dépôts bancaires. Ils exercent désormais un rôle essentiel dans le système financier car ils représentent une importante source de financement à court terme pour les établissements financiers, les entreprises et les administrations. À titre d'exemple, en Europe, 22 % des titres de créance à court terme émis par les acteurs économiques sont détenus par des fonds monétaires, lesquels détiennent par ailleurs 38 % des créances à court terme émises par le secteur bancaire¹. Alors même qu'ils font partie d'un secteur régulé, notamment au niveau européen par les directives UCITS² et AIFM¹, les fonds monétaires occupent une place

¹ Source : Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les fonds monétaires du 4 septembre 2013.

² Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities pour les OPCVM.

prépondérante dans le système financier parallèle tel qu'il est appréhendé actuellement. Cela est dû, d'une part, à l'interconnexion systémique des fonds monétaires avec le secteur bancaire mais aussi avec celui des entreprises et, d'autre part, aux enjeux liés à leur stabilité et leur liquidité. En effet, les fonds monétaires sont souvent considérés comme des équivalents de dépôts bancaires, et y sont donc associés des attributs de stabilité et d'absence de risque. Pourtant, la crise financière de 2008 a montré que certains types de fonds, notamment ceux à valeur liquidative constante², qui sont fortement développés notamment en Irlande et au Luxembourg, représentent un risque tant pour les investisseurs à titre individuel que pour la stabilité financière car ils sont vulnérables à des désengagements massifs et brutaux et peuvent se trouver dans l'obligation de procéder à des ventes forcées d'actifs.

Les fonds d'investissement contribuent aussi au système financier parallèle dans la mesure où certains fonds d'investissement réalisent des opérations de transformation de maturité et de liquidité, ont recours à l'endettement (levier financier) et s'engagent de façon croissante dans des opérations de crédit. Sur ce dernier point d'ailleurs l'entrée en application en décembre 2015 du règlement européen sur les Fonds européens d'investissement de long terme (FEILT) offre désormais la possibilité, sous certaines conditions, aux fonds d'investissement d'octroyer des prêts. Ils sont aussi vulnérables à des demandes de rachat dans la mesure où les fonds dits « ouverts » offrent la possibilité à l'investisseur de demander le rachat de ses parts à tout moment, contrairement aux fonds dits « fermés » où le souscripteur doit attendre l'échéance du fonds.

2. Les opérations de pension livrée et de prêts-emprunts de titres

La pension livrée (*Repo* pour *Repurchase Agreement*) est une opération dans laquelle deux parties concluent ensemble simultanément deux transactions de sens opposés : une vente de titres au comptant suivie d'un rachat à terme à une date et à un prix convenus d'avance. Le prêteur de *cash* prend en pension les titres de l'emprunteur qui constituent le collatéral de l'opération. Cette pratique permet aux investisseurs, dans le cas d'une mise en pension, de refinancer à court terme des titres détenus en portefeuille et assure, dans le cas d'une prise en pension, une rémunération de fonds disponibles en bénéficiant d'une garantie. Le prêt-emprunt de titres est une opération dans laquelle un acteur financier prête, moyennant rémunération, des titres dont il récupérera à terme la pleine propriété.

¹ *Alternative Investment Fund Manager pour les fonds alternatifs.*

² *Les fonds monétaires à valeur liquidative constante émettent des titres de valeur constante garantie. Ils investissent essentiellement dans des titres adossés à des crédits hypothécaires ou des titres de court terme des entreprises et s'engagent à ce qu'il n'y ait aucun risque de perte de valeur du capital.*

Les opérations de pension livrée et de prêt/emprunt de titres sont très présentes dans le secteur financier car elles constituent un outil de financement à faible coût utilisé principalement sur le marché de gré à gré par de très nombreux intermédiaires financiers qu'il s'agisse de banques pour leurs activités de tenue de marché ou pour le refinancement auprès des banques centrales, de gestionnaires de fonds à la fois pour trouver des liquidités et pour optimiser les revenus, de courtiers en titres... Par nature, ces opérations emportent un risque de transformation et un risque de levier. La partie *cash* étant conclue à court terme et les titres pouvant être réutilisés en chaîne. Les associations internationales (SIFMA *Securities Industry and Financial Markets*, ICMA *International Capital Market Association*) reconnaissent elles-mêmes les difficultés à évaluer la taille de ce marché qui pourrait toutefois représenter des encours mondiaux de l'ordre de 15 000 Md€.

3. La titrisation

La titrisation désigne la pratique qui consiste à transformer des actifs (le plus souvent des prêts) figurant au bilan d'une banque en titres financiers négociables. Pour cela, la banque cède un stock de prêts à un véhicule de titrisation dit *ad hoc* (en anglais *special purpose vehicle SPV*). Ce dernier finance son achat en émettant des obligations auprès d'investisseurs qu'il remboursera grâce aux flux financiers générés par les prêts. Les opérations de titrisation sont devenues de plus en plus complexes : toutes sortes d'actifs ont fait l'objet de titrisation, y compris certaines obligations déjà émises par des véhicules de titrisation (opérations de re-titrisation) et les émissions du véhicule de titrisation ont été hiérarchisées en tranches¹. De ce fait, il peut devenir difficile pour l'investisseur de connaître le risque exact auquel il s'expose, d'où le rôle prépondérant qu'ont joué les agences de notation dans le développement de ce marché.

La titrisation est considérée comme faisant partie du système financier parallèle à plusieurs titres. Tout d'abord elle permet de transformer des créances considérées comme non liquides – prêts immobiliers, prêts aux entreprises, prêts automobiles, prêts sur cartes de crédit, etc. - en titres liquides négociables sur les marchés. La titrisation est aussi une technique de refinancement car elle permet à l'établissement bancaire de re-financer les prêts qu'il a consentis. Elle permet aussi de diminuer les créances inscrites au bilan d'une banque – qui deviennent alors moins « consommatrices » de fonds propres au regard des exigences prudentielles – et, en corollaire, de transférer le risque de crédit. Enfin, la titrisation contribue à diffuser le risque à plusieurs milliers d'investisseurs de par le monde.

¹ Le « découpage en tranches » consiste à distinguer, pour le même ensemble de crédits titrisés, différentes qualités de crédit ; la tranche « junior » bénéficiant de la rémunération la plus élevée.

II. QUELS SONT LA MESURE, LES FACTEURS DE DÉVELOPPEMENT ET LES RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?

A. LA MESURE ENCORE DIFFICILE D'UN PHÉNOMÈNE INCONTESTABLEMENT CONSIDÉRABLE...

Au-delà des difficultés rencontrées pour cerner le périmètre pertinent du système financier parallèle, en estimer avec un certain degré de précision la taille est également une tâche particulièrement ardue car, par nature, une grande partie des activités est peu ou pas régulée et ne répond donc pas d'un superviseur qui pourrait les répertorier.

Dans le cadre de ses travaux, le CSF a été amené à développer un cadre annuel de suivi des évolutions des activités liées à la finance parallèle. Le cinquième exercice annuel d'évaluation, publié en novembre 2015, porte sur 26 juridictions¹ (dont 6 juridictions de la zone euro) représentant 90 % des actifs financiers mondiaux. Dans ce rapport récent le CSF s'appuie, pour la première fois, sur deux méthodes d'estimation des activités liées à la finance parallèle. Il présente ainsi, en complément d'une première approche dite globale (« *broad measure* » ou *MUNFI pour Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*), **une approche affinée** (« *narrow measure* ») et, partant, plus pertinente : elle est fondée sur l'estimation des risques associés à **cinq fonctions économiques** afin de réduire le périmètre aux activités présentant effectivement un risque systémique.

Les cinq fonctions économiques retenues par le CSF ainsi que les types d'entités qui peuvent y être associées sont les suivantes :

- Gestion des organismes de placements collectifs susceptibles de faire l'objet de rachats massifs / fonds obligataires, immobiliers, alternatifs...
- Octroi de crédit sur la base de ressources financières à court terme/ sociétés de crédit-bail, d'affacturage, de crédit consommation...
- Activités d'intermédiation dépendantes de ressources financières à court terme ou fondées sur les actifs des clients/courtiers
- Activités de facilitation de crédit /sociétés d'assurance-crédit, de cautionnement
- Financement des entités financières et intermédiation de crédit fondés sur la titrisation/véhicules de titrisation.

Le montant ajusté (*narrow measure*) des actifs du système financier parallèle présentant des risques pour la stabilité financière a ainsi été évalué

¹ Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chili, Chine, France, Allemagne, Hong Kong, Inde, Indonésie, Irlande, Italie, Japon, Corée, Mexique, Pays-Bas, Russie, Arabie Saoudite, Singapour, Afrique du Sud, Espagne, Suisse, Turquie, États-Unis et Royaume-Uni. Soit 80% du PIB mondial et 90% des actifs financiers mondiaux.

à **36 000 Md\$ pour 2014, soit 59 % du PIB et 12 % des actifs financiers des 26 juridictions concernées**. Les **organismes de placements collectifs** tels que les fonds d'investissement, les fonds alternatifs et les fonds monétaires représenteraient à **eux seuls près de 21 600 Md\$ soit 60 % des encours totaux**. Dans cette nouvelle estimation, qui selon le CSF serait encore potentiellement à ce stade surévaluée, les États-Unis représentent toujours le plus large secteur avec 14 200 Md\$, suivi du Royaume-Uni avec 4 100 Md\$. Les juridictions de la **zone euro représentent quant à elles 8 280 Md\$ soit 23 % des encours totaux**.

L'estimation globale (*broad measure*) des actifs financiers de la finance parallèle s'élève quant à elle à **80 000 Md\$¹ pour 2014, soit environ 130 % du PIB des juridictions concernées**. Ce niveau est sensiblement équivalent à celui atteint à la veille de la crise financière selon les estimations du CSF.

Les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni détiendraient à eux seuls les trois quarts des actifs relevant de la finance parallèle, mais la progression de ces activités serait la plus forte dans les BRIC et les pays émergents, notamment en Chine, en Inde, en Indonésie et en Russie. Le présent rapport n'a pas vocation à traiter spécifiquement du système financier parallèle chinois, toutefois celui-ci constitue à lui seul un sujet de préoccupation en raison de son opacité, du caractère systémique du système financier chinois et de la place très importante qu'il représenterait dans le financement de l'économie chinoise. Les évaluations de sa taille sont de l'ordre de 3 000 Md\$ et varient énormément selon les sources

En ce qui concerne **plus spécifiquement la zone euro**, la Banque centrale européenne (BCE) a présenté, elle aussi, dans son rapport annuel sur les structures financières en octobre 2015, une analyse des encours liés à la finance parallèle qu'elle estime, sur la base de la définition globale du CSF, à 23 000 Md€, confirmant l'ordre de grandeur précisé par le CSF.

Enfin, en ce qui concerne la **France**, le Haut Conseil de stabilité financière a pour sa part estimé l'encours du système financier parallèle à **1 144 Md€, soit 55% du PIB environ et 15% des actifs du secteur bancaire**, contre **7 770 Md€** pour le secteur bancaire, soit un rapport de 1 à 7.

Les ordres de grandeur sont conséquents mais varient considérablement d'une méthode à l'autre. Les estimations avancées doivent donc être considérées avec la plus grande prudence. Le CSF reconnaît d'ailleurs qu'en dépit des travaux qu'il a conduits, la mesure de la taille du système financier parallèle demeure complexe compte tenu notamment des difficultés rencontrées pour l'identification des encours de fonds domiciliés dans des juridictions hors du panel du CSF, de la non prise en compte des

¹ Cette estimation est réalisée sur un périmètre légèrement plus étendu que les 26 juridictions concernées par l'évaluation en « narrow measure » et exclut les fonds de pension et les sociétés d'assurance.

montants liés aux effets de levier et notamment de la part artificiellement basse des encours liés à la finance parallèle chinoise. De plus, ces travaux de recensement au niveau international n'ont véritablement débuté qu'en 2011 et la méthode ajustée n'est disponible qu'à partir des données de 2014. Quoiqu'il en soit, au-delà des difficultés rencontrées pour affiner la mesure, la dimension du système financier parallèle justifie la mise en place des moyens de contrôle appropriés.

Au-delà de la taille de ce phénomène, c'est bien entendu sa dynamique et les facteurs qui l'alimentent qui doivent retenir l'attention pour assurer la bonne adéquation de la réglementation avec la réalité de la situation. En 2014, la croissance des encours, qui ne peut donc se mesurer que sur l'estimation globale pour l'instant, est estimée à près de 6 % par rapport au niveau de 2013. Elle serait, selon le CSF, principalement liée à l'augmentation de la valorisation des actifs et, seulement dans une moindre mesure, au développement effectif d'une intermédiation non bancaire. Toutefois, il apparaît **une conjonction d'éléments favorables au développement du système financier parallèle qui pourrait potentiellement catalyser son développement.**

B. ... DONT LE DÉVELOPPEMENT BÉNÉFICIE DE LA CONJONCTION D'ÉLÉMENTS FAVORABLES...

Historiquement, le système financier parallèle a connu une croissance rapide dans le contexte des politiques de **dérèglementation financière** des années 1980 qui ont permis notamment le développement du financement de marché et notamment des marchés de gré à gré et des produits dérivés. Les banques ont développé des activités de marché puis ont eu recours à des **innovations financières** comme la titrisation afin notamment d'augmenter leur levier disponible et leur niveau de revenus. Le modèle bancaire traditionnel où les crédits accordés restent à l'actif des banques jusqu'à leur remboursement (« *originate to hold* ») a ainsi évolué vers un modèle favorisant le *shadow banking* identifié sous le terme de « *originate to sell* ».

Le modèle traditionnel des banques**Le modèle du *shadow banking system***

Source : Le *Shadow banking system* et la crise financière Esther Jeffers et Dominique Plihon - Cahiers français n° 375.

Par la suite, en réponse à la crise financière, le contexte prudentiel s'est considérablement renforcé notamment pour le secteur bancaire. C'est dans ce nouvel environnement réglementaire, où l'accès à la liquidité est plus réduit, qu'une nouvelle phase de développement du système financier parallèle a débuté. Les banques ont cherché à alléger leur bilan et à créer de nouvelles sources de financement. Son essor apparaît dès lors comme le résultat des stratégies **d'arbitrage réglementaire** de la part des acteurs financiers régulés. Ainsi, le renforcement de la réglementation bancaire issu de la crise a contraint les ressources et les capacités de crédit des banques et conduit paradoxalement à accroître le niveau d'activité de la finance parallèle.

Désormais, sous l'effet des politiques d'assouplissement quantitatif menées par plusieurs banques centrales, l'environnement de taux d'intérêt durablement bas qui réduit les perspectives de rendement des investisseurs et l'écrasement de la courbe des taux qui pèse sur les marges des banques incitent les différents acteurs financiers (banques, assureurs, gestionnaires d'actif) à **chercher des rendement plus élevés** auprès des entités du système financier parallèle. Dans ce contexte de réorientation des liquidités et des investissements, **la gestion d'actifs devient un des secteurs les plus importants au sein des services financiers.**

Enfin, il convient de ne pas méconnaître le fait que le système financier parallèle est aussi la résultante d'une évolution de long terme dans la mesure où il répond en partie aux besoins des agents économiques de trouver des formes de financement et de disposer de canaux d'investissements alternatifs à ceux du secteur bancaire. Il est d'ailleurs fondé de relever l'existence d'un système financier parallèle bénéficiant d'un **soutien public**¹. Cela a été tout particulièrement le cas aux États-Unis avec les garanties apportées aux opérations de titrisation par les entreprises semi-

¹ Différentes études de la Federal Reserve Bank of New York identifient un « Government-sponsored Shadow Banking » Staff report N° 580 et FRBNY Policy review December 2013.

gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac. C'est le cas, plus indirectement et sans soutien financier effectif, avec l'initiative des autorités publiques notamment en Europe qui cherchent à privilégier des formes alternatives au financement bancaire classique¹ et à relancer les marchés de la titrisation.

Les facteurs contribuant au développement du système financier parallèle sont donc en réalité multiples et, malgré l'absence de données quantitatives permettant de mesurer l'évolution, il est fort probable que **l'essor du système financier parallèle se poursuive encore significativement**. Il pourrait tout à fait être envisageable qu'à terme une part encore plus importante des agents économiques hors du champ de la réglementation bancaire soit potentiellement en mesure de financer l'économie, sans parler des opportunités nouvelles et à venir créées par le développement technologique. Dans cette perspective il est primordial de développer une compréhension approfondie des risques liés au système financier parallèle.

C. ... MAIS DONT LES RISQUES DOIVENT ÊTRE MESURÉS

Les risques inhérents au système financier parallèle peuvent être classés en deux catégories : **des risques intrinsèques** aux activités et **des risques liés à la transmission** potentielle des déséquilibres financiers à l'ensemble du secteur bancaire puis à l'économie en général. Il est indispensable d'apprécier dans quelle mesure ces risques intrinsèques sont systémiques c'est-à-dire de nature à menacer la stabilité financière globale du fait des nombreuses interactions entre la finance parallèle et le secteur bancaire : garantie de crédit ou liquidités accordées par les banques aux véhicules de titrisation, prêts à des entités de la finance parallèle...

Chacune des activités du système financier parallèle comporte des risques spécifiques qui peuvent se manifester autour des fonctions liées à la **transformation de maturité, à la transformation de liquidité, au transfert du risque de crédit et un recours excessif à l'effet de levier**.

Ainsi l'octroi de crédit réalisé par un acteur du système financier parallèle sans l'analyse associée ni la réglementation adaptée expose potentiellement à une mauvaise évaluation des risques de crédit, à la constitution de bulles spéculatives et à une mauvaise allocation globale du capital. Les opérations de pension et de prêt/emprunt de titres peuvent favoriser la constitution d'effets de levier excessif car les titres sous-jacents remis en collatéral peuvent être utilisés de la même façon plusieurs fois consécutivement. De plus, ces pratiques sont de nature à accroître les risques d'instabilité financière car en cas de défaillance de l'emprunteur (c'est-à-dire

¹ À travers notamment l'initiative de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux qui vise à faciliter le développement du financement de l'économie par les marchés.

le prêteur de titres), le prêteur (c'est à dire l'emprunteur de titres), peut se trouver contraint de céder rapidement les titres dans un contexte de forte baisse des prix. De la même façon, certains fonds monétaires à valeur liquidative constante apparaissent comme des produits de placement à moindre risque alors qu'ils présentent une réelle vulnérabilité à des ventes massives et soudaines.

Les questions liées à la liquidité des marchés et au fonctionnement du secteur de la gestion d'actifs sont aujourd'hui au centre des préoccupations. Les épisodes récemment constatés d'absences de liquidités ou de fortes hausses de la volatilité suscitent de plus en plus d'interrogations sur une éventuelle fragilité de ces marchés, même si ces inquiétudes semblent toutefois encore peu perçues par les investisseurs. Le CSF a récemment souligné spécifiquement ses préoccupations sur **la surestimation par les acteurs financiers et notamment les investisseurs du degré de liquidité des marchés**. Les études et rapports sur ce sujet se sont multipliés. La Banque des Règlements Internationaux (BRI) relève ce sujet dans un récent rapport publié par le Comité sur le système financier mondial¹. BlackRock, le premier gestionnaire d'actif mondial avec plus de 4 000 Md\$ d'encours sous gestion, s'en inquiète dans un document de recherche rendu public² en 2014. La Banque de France constate « *une fragilité croissante de la liquidité sur certains segments de marché* »³. Qu'en est-il en réalité ? Ne peut-on par exemple se rassurer en acceptant l'idée que la liquidité serait de fait surabondante en raison des politiques de rachats d'obligations menées par les banques centrales ? Il est difficile de répondre avec certitude à ces questions mais il apparaît toutefois incontestable que les marchés obligataires connaissent une profonde phase de transition. Tout d'abord les banques qui assumaient traditionnellement une fonction de teneurs de marché ont réduit progressivement leurs capacités dans ce domaine notamment sous l'effet des contraintes réglementaires qui renchérissent le coût de ces activités. Dans le même temps, la demande pour ces services continue d'augmenter du fait notamment de la croissance des émissions obligataires, notamment de la part des entreprises et des investissements des gestionnaires d'actifs sur le marché. Une des conséquences de la conjonction de ces évolutions divergentes est donc logiquement une certaine tension sur la liquidité de ces marchés.

Des évolutions structurelles et technologiques influencent en parallèle le fonctionnement des marchés avec une importance croissante des acteurs de *trading* électronique et des fonds spéculatifs deviennent pourvoyeurs de liquidité, le développement de nouvelles plateformes d'échange et, à terme, le renforcement des obligations de transparence dans le contexte de Mifid. Enfin, un élément conjoncturel majeur est lié aux

¹ Committee on the Global Financial System Rapport n°55 liquidité du marché obligataire.

² Corporate Bond Market Structure : the time for reform is now, September 2014.

³ Banque de France, Revue de stabilité financière n°19 Avril 2016.

politiques non conventionnelles menées par les banques centrales et notamment la Banque centrale européenne. En créant un environnement de taux durablement bas, elles incitent les acteurs financiers à investir dans des actifs plus rentables mais en réalité moins liquides (comme par exemple des obligations d'entreprises à haut rendement, des titres de dettes d'entreprises non cotées). L'apport significatif de liquidité sur les marchés financiers qui est associé à cette politique est de nature à masquer les impacts d'une moindre liquidité des marchés et pose inéluctablement la question de savoir comment les conditions de liquidité s'ajusteront à la normalisation à terme de la politique monétaire. **Le risque de liquidité, autrefois principalement assumé par les banques qui ont une activité de tenue de marchés, tend désormais à être supporté par les investisseurs** qui se reposent sur une promesse implicite qui pourrait se révéler trop optimiste.

Ce contexte a conduit Mark Carney, le président du Conseil de stabilité financière, à alerter en février 2016¹ les ministres des finances du G20 sur les vulnérabilités de la liquidité des marchés financiers et sur les enjeux liés à la gestion d'actifs qui regroupe en effet nombre d'activités relevant du système financier parallèle. Le programme de travail du CSF va être consacré en priorité à l'analyse des risques des activités liées à la gestion d'actifs en se focalisant sur gestion des fonds en ce qui concerne la transformation de liquidité, l'effet de levier interne, les risques opérationnels et les prêts/emprunts de titres. **Le secteur de la gestion d'actifs semble désormais concentrer une part importante des risques du système financier parallèle et faire l'objet de l'attention soutenue des régulateurs internationaux.**

¹ Courrier du président du CSF aux ministres du G20 en date du 22 février 2016.

III. QUELLES RÉPONSES RÉGLEMENTAIRES APPORTER AUX RISQUES DU SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE ?

A. DES RECOMMANDATIONS INTERNATIONALES ÉLABORÉES PAR LE CSF...

Des initiatives réglementaires visant à encadrer certaines des activités relevant du système financier parallèle ont été engagées ces dernières années. Le G20 a souhaité, dès 2010, initier des travaux de surveillance et de régulation en la matière. Ils se sont traduits par l'établissement de cinq groupes de travail sous l'égide du Conseil de stabilité financière. Les thèmes de ces groupes, qui ont en grande partie déjà rendu des recommandations, ont été définis sur la base des éléments de risque identifiés lors de la crise financière.

Le premier groupe prend en charge les enjeux liés à **l'interconnexion entre les entités de la finance parallèle et celles du secteur bancaire**. L'intensité et parfois l'opacité de ces interconnexions sont identifiées comme un facteur de risque. C'est le Comité de Bâle qui a été chargé d'établir des recommandations prudentielles afin de limiter les conséquences d'une éventuelle contagion entre les deux secteurs. Certaines de ces recommandations, telles que des exigences en capital supplémentaire pour la détention des fonds par les banques et le renforcement des limites sur les expositions individuelles des banques aux entités du système financier parallèle, devraient entrer en application en janvier 2017.

Le second groupe est consacré aux **fonds monétaires** et aux risques liés à des demandes de rachat soudaines et massives de la part des investisseurs. Ces travaux sont considérés comme un des axes majeurs des réflexions du CSF pour encadrer la finance parallèle. L'Organisation Internationale des Commissions de Valeur (OICV) a d'ores et déjà publié des recommandations sur ce thème qui prévoyaient notamment, et dans la mesure du possible, une conversion des fonds monétaires à valeur liquidative constante vers des fonds monétaires à valeur liquidative variable. L'OICV prévoit des revues régulières sur les réformes effectivement engagées dans les différentes juridictions.

Le troisième groupe est consacré à la **titrisation** et a chargé l'OICV de l'élaboration de recommandations qui proposent notamment des exigences de transparence renforcées, une standardisation de certains produits et la mise en place d'un mécanisme de rétention du risque de titrisation au bilan des banques.

Le quatrième groupe a publié des recommandations afin de réduire les risques liés aux **opérations de pension livrée et de prêts-emprunts de titres**. Il s'agit notamment de renforcer la transparence sur ces opérations et de définir des exigences quant à la réutilisation des titres.

Le cinquième groupe se consacre à l'évaluation **des risques pour la stabilité financière posés par les autres activités et entités** du système financier parallèle. Les travaux de ce groupe ont conduit à développer la méthodologie de l'approche par activité plutôt que par entité avec notamment l'identification des fonctions économiques.

B. ... QUI CONNAISSENT TOUTEFOIS DES SUCCÈS DIVERS AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE

En cohérence avec les travaux du CSF, depuis la publication du livre vert de la Commission européenne sur le système bancaire parallèle en 2012, un certain nombre d'initiatives ont été engagées au sein de l'Union européenne selon deux axes principaux.

Le premier vise globalement les interactions entre le secteur bancaire traditionnel et le secteur parallèle avec l'objectif soit de les limiter soit de les consolider. À ce titre il faut noter tout particulièrement les contraintes de rétention dans les opérations de titrisation, des propositions sur la réforme structurelle des banques et les règles prudentielles de CRD IV. Sur ce dernier élément, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a récemment publié ses recommandations¹ sur la surveillance de l'exposition des établissements de crédit aux entités de la finance parallèle. L'ABE laisse aux banques une grande flexibilité interne probablement dans le souci d'éviter un renforcement de l'arbitrage réglementaire mais aussi dans la perspective de ne pas entraver le développement de sources de financement alternatives. Les encours à des entités du système financier parallèle au-delà de 0,25 % des fonds propres de l'établissement bancaire devront être soumis à un suivi renforcé. Les banques pourront fixer leurs propres limites internes en ce qui concerne les encours cumulés et individuels. S'ils doivent être considérés comme une première étape, les travaux de l'ABE permettent d'ores et déjà un premier chiffrage des interconnexions entre secteur bancaire et système financier parallèle au sein de l'Union européenne. **L'encours total des expositions sur des entités du système financier parallèle sur l'échantillon des 184 banques interrogées représentant 56 % du secteur financier européen s'élève à 696 Md€² dont plus de la moitié au Royaume-Uni.**

Le second axe vise des entités ou des activités spécifiques identifiées comme faisant partie de la finance parallèle. Certains textes sont toujours en cours de discussion notamment la récente proposition de règlement sur une titrisation « Simple, transparente et Standardisée » (STS) dans le cadre du projet de développement d'une Union des marchés de capitaux et la proposition de règlement sur les fonds monétaires. D'autres propositions sont déjà adoptées et entrées en application ou en passe de l'être comme la

¹ ABE guidelines du 15 décembre 2015.

² Cet encours ne comprend que les expositions qui, prises individuellement, représentent plus de 0,25 % des fonds propres. L'exposition totale serait potentiellement de l'ordre de 1 000 Md€.

directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, le paquet législatif sur les marchés (MIF), le règlement sur les marchés de dérivés (EMIR) ou le règlement relatif à la déclaration et à la transparence des opérations de financements sur titres et à leur réutilisation.

L'adoption de ce dernier règlement est une avancée très significative. En effet, ce texte issu des travaux menés par le CSF, et publié au Journal officiel de l'Union européenne en décembre 2015, va permettre de renforcer significativement la transparence de ces opérations. Tout d'abord, il rend obligatoire la déclaration des toutes les opérations de financement sur titres auprès de bases de données centrales (« des référentiels centraux ») Puis il oblige les fonds d'investissement à transmettre les informations relatives au recours aux opérations de financement sur titres et aux contrats d'échange aux investisseurs. Enfin il établit des conditions minimales de transparence en matière de réutilisation de sûretés, telles que la communication des risques encourus et la nécessité d'un consentement préalable. L'objectif recherché est de permettre non seulement le suivi par les régulateurs de l'accumulation et de la propagation des risques liés à ces opérations, mais aussi la bonne information des investisseurs.

En ce qui concerne spécifiquement le fonctionnement des marchés financiers, la date d'entrée en application du dispositif législatif concernant le **Marché des Instruments Financiers**, désigné sous le nom de **MIF II**, a été repoussée en janvier 2018. Ce dispositif est d'importance car, une fois en place, il devra permettre de donner enfin aux investisseurs et aux superviseurs une vue d'ensemble de toutes les activités de négociation, ce à travers des obligations de transparence renforcées et élargies notamment aux marchés des obligations et des dérivés et du regroupement en un seul lieu de l'ensemble des données de marché. Le décalage de l'entrée en vigueur du texte doit permettre de mener à bien l'élaboration particulièrement délicate des mesures d'application (actes délégués et normes techniques de réglementation) dont certaines nécessitent notamment de tenir compte des interactions avec d'autres aspects du fonctionnement des marchés et tout particulièrement des enjeux de liquidité. Il en est ainsi notamment des normes précisant à quels types d'instruments et à partir de quels seuils doivent s'appliquer les obligations de transparence. En effet, le calibrage des règles de transparence doit permettre de renforcer la qualité de la supervision tout en limitant les facteurs de dégradation des conditions d'exercice de certains apporteurs de liquidités et le risque d'un déclin des volumes d'échange.

La réforme européenne des fonds monétaires est toujours en cours de discussion sans perspective claire d'avancée. La proposition de règlement publiée par la Commission européenne en septembre 2013 prévoyait notamment des obligations au titre de leur gestion de la liquidité afin d'être en situation de rembourser les investisseurs qui souhaitent retirer des fonds à court terme ainsi que des exigences en fonds propres spécifiques pour les

fonds à valeur liquidative constante. Ce texte est d'une importance tout à fait centrale tant aux yeux du CSF, qui a adopté des recommandations sur ce sujet, qu'à ceux du Comité européen du risque systémique (CERS), qui s'est prononcé clairement¹ pour une suppression des fonds monétaires à valeur liquidative constante (*Constant Net Asset Value* ou *CNAV*) ainsi que pour un renforcement des exigences en matière de liquidité.

¹ Recommandation du CERS du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectifs monétaires.

CONCLUSION

Le système financier parallèle se présente comme **un processus complexe en constante évolution** vis-à-vis duquel s'expriment à la fois des attentes et des craintes. Les unes comme les autres sont d'autant plus fondées que le **contexte réglementaire, technologique et conjoncturel crée un terrain favorable à l'essor de cette forme d'intermédiation non bancaire**. Les montants en jeu sont indubitablement très significatifs, sans même parler des incertitudes et des craintes concernant le poids effectif du système financier parallèle chinois. Les tentatives de chiffrages, qui se sont progressivement affinées mais qui doivent cependant être interprétées avec prudence, estiment le poids du système financier parallèle à près de 12 % du système financier global et, partant, la nécessité de sa réglementation.

La mesure et l'évaluation des risques du système financier parallèle constituent le préalable indispensable à toute tentative de régulation. La Banque centrale européenne a d'ailleurs récemment exprimé sa préoccupation que des risques financiers conséquents se développent dans des segments du système financier parallèle pour lesquels **des informations détaillées ne sont en réalité pas disponibles**¹. Le Conseil de stabilité financière, qui organise ces travaux à l'échelle internationale, considère que les principaux risques systémiques identifiés concernent l'impact des acteurs du système financier parallèle sur la liquidité des marchés, le risque de crédit, amplifié potentiellement par le recours à l'endettement. **Les gestionnaires d'actifs** apparaissent comme les acteurs principaux de ces risques et concentrent désormais l'attention des régulateurs internationaux.

L'Europe doit clairement s'engager dans cette démarche, dans le sillage du livre vert de la Commission européenne, en clarifiant quelle institution ou autorité européenne sera chargée explicitement de l'évaluation et de la surveillance système financier parallèle au sein de l'Union. Le Comité européen du risque systémique (CERS) avait dès 2012 suggéré d'entreprendre ces travaux. Il serait ainsi souhaitable **que l'ensemble des activités liées au système financier parallèle**, en y incluant **la gestion d'actifs** ainsi que le fait désormais le Conseil de stabilité financière, puissent faire l'objet **d'une surveillance macro prudentielle par le CERS**.

Au regard **de l'importance du bon fonctionnement des marchés obligataires et des préoccupations diverses exprimées sur la liquidité** de certains segments de ces marchés, la Commission européenne pourrait initier une large revue des enjeux afin de contribuer à l'analyse objective de la

¹ Banque centrale européenne *Financial Stability Review November 2015*.

situation et à la sensibilisation des différents acteurs concernés. Dans ce cadre, un accent spécifique devrait être porté sur **la protection et la bonne information des investisseurs notamment face à la promesse de liquidité et à la teneur des risques réellement pris.**

Imaginer et mettre en place des réponses réglementaires face aux risques du système financier parallèle constitue à la fois une nécessité mais aussi un véritable défi. L'Union européenne doit avancer résolument dans l'adoption, au niveau européen, des principaux éléments de réglementation identifiés par le Conseil de stabilité financière. Tout particulièrement, au regard de leur importance systémique dans le fonctionnement du système financier, il est souhaitable que l'Union européenne adopte **une législation adaptée sur la régulation des fonds monétaires dans la continuité des travaux du CSF et des recommandations du CERS.**

Telles sont quelques-unes des orientations que présente l'avis politique ci-après, qui sera adressé à la Commission européenne au titre du dialogue politique.

EXAMEN EN COMMISSION

M. Jean Bizet, président. – Merci pour cette réflexion, qui porte sur un sujet loin d’être anodin, d’autant que ces acteurs seront de plus en plus impliqués dans le financement de nos entreprises. La Commission européenne aura trois mois pour nous répondre.

M. Yves Pozzo di Borgo. – J’ai découvert ce phénomène il y a trois ans, lors d’un colloque organisé au Sénat par l’Institut Jean Lecanuet que je préside. Il s’agissait de réfléchir à la crise financière de 2008, en présence notamment du directeur de Tracfin. J’avais appris que la Bourse de New York était très influencée par ces sommes, et cela m’avait paru effarant, d’autant qu’elles ne proviennent pas toujours d’acteurs très respectables. Compte tenu de l’importance des masses financières en jeu, je ne suis pas sûr qu’un avis politique soit suffisant. Peut-être faudrait-il qu’un commissaire européen soit chargé de ce sujet. Il s’agit d’un monde qui échappe à notre contrôle.

M. Jean Bizet, président. – Nous attendrons avec impatience la réponse de la Commission.

M. Jean-Yves Leconte. – Le système financier parallèle ne concerne pas uniquement la gestion de l’argent sale, il peut aussi s’agir d’activités honnêtes...

M. Éric Bocquet. – Mais pas transparentes !

M. Jean-Yves Leconte. – Le renforcement de la régulation du système financier classique l’a-t-il rendu plus ou moins fiable ? Les activités financières parallèles des entreprises sont aussi considérables. Nous devons donc conserver des règles comptables communes pour les pays du G7, et harmoniser la fiscalité des différentes opérations. En Chine, des investisseurs disparaissent pendant des mois, puis reviennent avec des identités différentes. Inquiétant !

M. Éric Bocquet. – Merci pour ce rapport, qui apporte des informations utiles sur cette grande zone d’ombre. Cela ne va pas favoriser ma réconciliation avec la finance... Quel monde de fous ! Nous sommes capables de comprendre que ce système est l’une des causes de la crise de 2008, mais nous ne prenons pas de mesures. Pourtant, il dépend bien d’activités humaines ! Entre 21 000 et 30 000 milliards de dollars sont gérés *offshore*, et il s’agit bien souvent d’argent sale, issu des commerces les plus vils : armes, prostitution, drogue, corruption...

M. Yves Pozzo di Borgo. – Celui des passeurs, aussi.

M. Éric Bocquet. – Le *trading* à haute fréquence ajoute à l’instabilité, et échappe au contrôle humain. Quant à l’assouplissement quantitatif, il contribue à alimenter des bulles...

M. Jean Bizet, président. – Grandes interrogations !

M. Éric Bocquet. – Peut-être pourrions-nous insérer un paragraphe demandant à la Banque centrale européenne de réexaminer cette politique ?

M. Jean Bizet, président. – La question se pose.

M. Éric Bocquet. – Cette bulle finira par nous éclater à la figure, et les États ne pourront peut-être pas faire face. Quelle est la place du Luxembourg et de la City dans le *shadow banking* ?

M. Alain Richard. – Ce dont nous parlons me semble l’exemple typique d’effet secondaire d’un système de régulation. Par définition, un tel système laisse vivre un système non-régulé. Augmenter le périmètre de la régulation concentrera la visibilité du risque. Mais cet avis politique semble considérer que tout dépend de l’Europe, ce qui est très éloigné de la réalité économique... Pour être efficace, l’Europe devrait agir en concertation avec les États-Unis, ce qui lui donnerait des chances d’entraîner aussi de grands émergents.

M. François Marc. – Merci pour votre intérêt pour ce sujet sensible. M. Oudéa nous a indiqué que le but du renforcement de la régulation était de protéger les déposants et d’éviter que les contribuables ne soient appelés à renflouer les établissements en cas de crise. Mais il faut aussi laisser une liberté de circulation pour fluidifier l’économie.

En effet, les entreprises font ce qu’on appelle du *window dressing*, c’est-à-dire de l’habillage de bilan. D’ailleurs, le même actif ou emprunt sous-jacent, une fois titrisé, peut être utilisé plusieurs fois et circule entre les acteurs économiques. Il serait bon que la circulation des sous-jacents soit plus transparente...

La Chine inquiète, en effet. Quant aux risques posés par l’assouplissement quantitatif, mené par la Banque centrale européenne, la question qu’on peut se poser est celle de la répercussion de ces mesures sur l’économie réelle. Notre point 17 intègre cette préoccupation.

M. Alain Richard. – Mais si l’on arrêta l’assouplissement quantitatif, cela aurait d’autres conséquences...

M. Jean-Yves Leconte. – C’est comme la morphine, il ne faut pas arrêter d’un coup !

M. François Marc. – Les Américains veulent revenir progressivement vers une situation plus saine, dans ce contexte de drogue monétaire permanente. Ils ont franchi deux étapes, mais aujourd’hui, tout est à l’arrêt. Quand on cesse un traitement, le risque peut être vital, et cela vaut pour l’Europe. Ne pas prendre conscience de ce risque, c’est faire la politique

de l'autruche. La City représente cinq à six fois plus que la place de Paris : c'est une part importante de ce qui se passe en Europe...

Des conflits d'intérêt sont possibles entre les Américains et les Européens. Il n'est pas évident que les Américains se dotent des mêmes outils de régulation interne. Incitons à une accélération des mesures engagées en application des préconisations du Conseil de stabilité financière - et notamment sur les marchés d'instruments financiers (MIF). Nous avons dû accepter de retarder d'un an la mise en œuvre de la transposition. Utilisons ce délai pour mener à bien les mesures d'application. Cela nécessite d'accentuer les efforts.

M. Jean Bizet, président. - Comme le proposait Alain Richard, on peut imaginer d'ajouter un nouveau point dans l'avis politique pour promouvoir une telle démarche au sein des organisations internationales comme le G20.

Eric Bocquet, Fabienne Keller et Richard Yung sont chargés de suivre la politique de la Banque centrale européenne. Ils devront examiner quel serait « l'atterrissage » possible du *quantitative easing*.

M. Éric Bocquet. - Oui, pourquoi pas ? Ma traduction du *shadow banking*, c'est un camion de 35 tonnes lancé à 100 kilomètres heure, de nuit, dans une agglomération, tous feux éteints, qui klaxonne...

M. Louis Nègre. - S'il klaxonne...

M. Jean-Yves Leconte. - C'est nous qui klaxonnons !

M. François Marc. - Nous complétons l'avis politique par un nouvel alinéa : « la commission des affaires européennes du Sénat invite la Commission européenne à promouvoir l'adoption d'une telle démarche au sein d'instances internationales telles que le G20. »

M. Jean Bizet, président. - Cet avis politique sera adressé à la Commission européenne. Nous serons très attentifs à la réponse qui doit nous être faite dans les trois prochains mois.

À l'issue du débat, la commission des affaires européennes a autorisé, à l'unanimité, la publication du rapport d'information et adopté l'avis politique ci-après :

AVIS POLITIQUE SUR « LE SYSTÈME FINANCIER PARALLÈLE : POUR UNE TRANSPARENCE ACCRUE ET UNE RÉGULATION AMÉLIORÉE EN EUROPE »

- ① Vu le livre vert de la Commission européenne sur le système bancaire parallèle COM (2012) 102 final,
- ② Vu la réponse du Comité européen du risque systémique en date du 30 mai 2012,
- ③ Vu la recommandation du Comité européen du risque systémique en date du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectif monétaires,
- ④ Vu la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les fonds monétaires COM (2013) 615 final,
- ⑤ La commission des affaires européennes du Sénat
- ⑥ Constate :
- ⑦ - que des préoccupations grandissantes se font entendre sur les risques que fait peser l'expansion du système financier parallèle sur la stabilité financière mondiale ;
- ⑧ - que, selon les estimations du Conseil de stabilité financière sur 26 juridictions représentant 80% du PIB mondial, le système financier parallèle s'élèverait environ à 80 000 Md\$ pour 2014 (soit environ 130 % du PIB de référence) dont 36 000 Md\$ d'actifs, soit 12 % du système financier, présentant des risques pour la stabilité financière ;
- ⑨ Souligne :
- ⑩ - que le système financier parallèle se présente comme un processus complexe, en constante évolution, dont le rôle dans la crise financière est clairement avéré et dont la mesure et l'évaluation des risques doivent encore être améliorées ;
- ⑪ - que le contexte réglementaire, technologique et conjoncturel crée un terrain favorable à l'essor de cette forme d'intermédiation non bancaire ;
- ⑫ S'inquiète, en conséquence, que des risques systémiques, pour lesquels des informations suffisantes ne seraient pas disponibles, puissent se développer au sein du système financier parallèle ;
- ⑬ Estime qu'il est donc indispensable de mieux prendre en compte les risques liés au système financier parallèle à travers une supervision et des régulations appropriées ;

- ⑭ Soutient l'ambition du Conseil de stabilité financière de poursuivre le développement d'outils de surveillance performants et de consacrer ses futurs travaux, en priorité, à l'analyse des risques des activités liées à la gestion d'actifs et à la liquidité des marchés financiers ;
- ⑮ Souhaite qu'une évaluation et une surveillance du système financier parallèle soit mise en place au sein de l'Union européenne, en y incluant explicitement le secteur de la gestion d'actifs ;
- ⑯ Est d'avis que le Comité européen du risque systémique (CERS) est le plus à même de mener cette tâche au sein de l'Union européenne ;
- ⑰ Considère que, au regard de l'importance du bon fonctionnement des marchés obligataires et des préoccupations diverses exprimées sur la liquidité, la Commission européenne devrait lancer une large étude afin de contribuer à l'analyse objective de la situation et à la sensibilisation des acteurs concernés ;
- ⑱ Souhaite que, dans ce cadre, un accent spécifique soit porté sur la protection et la bonne information des investisseurs et des épargnants ;
- ⑲ Invite la Commission européenne à promouvoir l'adoption d'une même démarche au sein d'instances internationales telles que le G20 ;
- ⑳ Confirme l'importance de doter, sans plus tarder, l'Union européenne d'une réglementation des fonds monétaires conforme aux recommandations du Conseil de stabilité financière et du Comité européen du risque systémique.

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

M. Edouard FERNANDEZ-BOLLO, Secrétaire général

Autorité des marchés financiers

M. Gérard RAMEIX, Président

M. Guillaume ELIET, Directeur adjoint

AXA

M. Denis DUVERNE, Directeur général délégué

Better Finance

M. Jean BERTHON, Président

M. Hervé de MONTS

BlackRock

M. Jean-François CIRELLI, Président de BlackRock France, Belgique et Luxembourg

M. Martin PARKES, Director, Government affairs and public policy

Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales

M. Michel AGLIETTA

Ministère des Finances et des Comptes publics - Direction générale du Trésor

M. Corso BAVAGNOLI, Chef de Service du Financement de l'Économie

M. Jean BOISSINOT, Chef de bureau du Pôle analyse économique du secteur financier

M. Alexis DUPONT, Adjoint au chef de bureau du financement des entreprises et marché financier

OLIVER WYMAN

M. Bruno de SAINT-FLORENT

**Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) -
Sciences Po**

M. Henri STERDYNIAK

Université Paris 9

Mme Esther JEFFERS

Université Paris 13

M. Dominique PLIHON