

REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE  
MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE  
SCIENTIFIQUE



UNIVERSITE MOULOU D MAMMERI DE TIZI –OUZOU



FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES SCIENCES DE  
GESTION

DEPARTEMENT DES SCIENCES FINANCIERES ET COMPTABILITE

## *Memoire de fin de cycle*

En vue de l'obtention du diplôme de Master en sciences financières et comptabilité

*Option : Finance et Banques*

*Thème*

*Le Shadow Banking*

**Réalisé par :**

Mr BENSABI Juba  
Mr HANTOUR Sofiane

**préparé sous la direction de :**

M<sup>me</sup> AMIAR Lila

**Soutenu publiquement devant le Jury composé de :**

Le président : M<sup>lle</sup> SI MENSOUR Farida, Maître de conférence « B », UMMTO.

Le rapporteur : D<sup>r</sup> AMIAR Lila, Maître de conférences « A », UMMTO.

L'examineur : M<sup>r</sup> HABBAS Boubekour, Maître Assistant « A », UMMTO.

Date de soutenance: /06 /2020

# Remerciements

*Au terme de la rédaction de ce mémoire, c'est un devoir agréable d'exprimer en quelques lignes la reconnaissance que nous devons à tous ceux qui ont contribué à l'élaboration de ce projet.*

*Dans un premier temps, nous tenons à exprimer notre profonde gratitude à Mme Amiar ; notre promotrice et responsable du master Finances et Banques, que nous avons eu le privilège de profiter de ses conseils. Acceptez madame notre sincères reconnaissance pour nous avoir accompagné tout au long de ce mémoire, votre disponibilité, vos connaissances et vos conseils nous ont été d'une aide indispensable pour l'élaboration de ce travail.*

*Nous remercions également Monsieur Mounghat Slimane pour toute la documentation qu'il à mise à notre disposition.*

*Nous souhaitons faire part de notre entière gratitude et de notre reconnaissance, à toutes les personnes qui nous ont accordé leurs aides considérables et qui ont participé de près ou de loin à la réalisation de ce mémoire.*

*Enfin, nous tenons à remercier les membres de notre jury qui ont accepté de consacrer une partie de leur temps à l'évaluation de ce travail.*

*Bensafi Juba*

*Hantour Sofiane*

## *Liste des figures*

<b>FIGURE 1:</b> LA TAILLE DU SHADOW BANKING.....	20
<b>FIGURE 2:</b> ENGAGEMENT DES SHADOW BANKS ET ENGAGEMENT DES BANQUES TRADITIONNELLES .....	21
<b>FIGURE 3:</b> FONCTIONNEMENT DES MONEY MARKET AUX USA .....	26
<b>FIGURE 4:</b> LE PROCESSUS DE BASE DE LA TITRISATION.....	43
<b>FIGURE 5:</b> LES DIFFERENTS ACTEURS INTERVENANT DURANT LE PROCESSUS DE TITRISATION .....	45
<b>FIGURE 6:</b> PROCESSUS DE BASE DES OPERATIONS DES PRETS DE TITRES .....	53
<b>FIGURE 7:</b> LES CINQ GROUPES DE TRAVAIL CHARGES DE LA REGLEMENTATION DU SHADOW BANKING .....	60
<b>FIGURE 8:</b> DIVISION DES PARTS DU MARCHE CHINOIS ENTRE LES DIFFERENTS ACTEURS A LA FIN 2013 .....	69
<b>FIGURE 9:</b> FONCTIONNEMENT DES PRODUITS DE GESTION DU PATRIMOINE EN CHINE .....	74
<b>FIGURE 10:</b> FONCTIONNEMENT DES OPERATIONS DE COOPERATION: BANQUES-TRUST .....	74
<b>FIGURE 11:</b> FONCTIONNEMENT DES OPERATIONS DE COOPERATION: BANQUE-SOCIETES DE TITRE.....	75

## *Liste des acronymes et abréviation*

<b>ABCP</b>	Asset-Based Commercial Paper
<b>ABS</b>	Asset-Backed Security
<b>BCE</b>	Banque Central Européenne
<b>BMTN</b>	Bon à Moyen Terme Négociable
<b>BPC</b>	Banque Populaire de Chine
<b>BCDA</b>	Banque de Chine du Développement Agricole
<b>BIEC</b>	Banque Import-Export de Chine
<b>CSF</b>	Conseil de Stabilité Financière
<b>CE</b>	Commission Européenne
<b>CHF</b>	Fond Spéculatif Crédit Hedge Fund
<b>CDO</b>	Collateralized Debt Obligations
<b>CMO</b>	Collateralized Mortgage Obligations
<b>CSF</b>	Conseil de Stabilité Financière
<b>CRA</b>	Crédit Rating Agencies
<b>CCRB</b>	Commission Chinoise de Réglementation Bancaire
<b>ETF</b>	Exchange traded funds
<b>FCC</b>	Fonds Commun de Créances
<b>FHLBS</b>	Federal Home Loan BankSystem
<b>GSE</b>	Government Sponsored Entreprise
<b>IFI</b>	Institut de la Finance Internationale
<b>MMF</b>	Marché Monétaire
<b>MBS</b>	Mortgage Backed Security
<b>NBFI</b>	Non-Bank Financial Institution
<b>OICV</b>	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
<b>OPC</b>	Organisme de Placement Collectif
<b>OFI</b>	Other Financial Intermediary
<b>PEF</b>	Private Equity Funds
<b>PC</b>	Papier Commercial
<b>PME</b>	Petite Moyen Enterprise
<b>RMBS</b>	Residential Mortgage Backed Securities

## *Liste des acronymes et abréviation*

<b>Repo</b>	Repurchase agreement
<b>SB</b>	Shadow Banking
<b>SEC</b>	Securities Exchange Commission
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicule
<b>VL</b>	Valeur Liquidative
<b>VFT</b>	Véhicule de Titrisation
<b>VFGL</b>	Véhicule de Financement des Gouvernements Locaux
<b>WMP</b>	Wealth Management Product
<b>WS</b>	Workstream

## *Sommaire*

<b>Introduction générale.....</b>	<b>11</b>
<b><u>Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking</u></b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>16</b>
<b>Section 1 : Genèse et développement du Shadow Banking .....</b>	<b>17</b>
<b>Section 2 : Présentation du Shadow Banking .....</b>	<b>23</b>
<b>Conclusion .....</b>	<b>36</b>
<b><u>Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking</u></b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>38</b>
<b>Section 1 : Fonctionnement du Shadow Banking .....</b>	<b>39</b>
<b>Section 2 : La sécurisation du Shadow Banking .....</b>	<b>58</b>
<b>Conclusion .....</b>	<b>64</b>
<b><u>Chapitre III : La pratique du Shadow Banking en chine</u></b>	
<b>Introduction .....</b>	<b>67</b>
<b>Section 1 : Présentation du système financier Chinois .....</b>	<b>67</b>
<b>Section 2 : Etude comparative entre le Shadow Banking américain et chinois.....</b>	<b>79</b>
<b>Conclusion .....</b>	<b>87</b>
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>89</b>

## *Introduction générale*

Pendant plus de trente ans les innovations financières se sont multipliés ; permettant de générer des revenus de manière infaillible ; parmi ces innovations la plus importante est la titrisation qui permet de diversifier les risques et d'effectuer des investissements apparemment sans risque en générant des rendements plus intéressants que ceux des banques traditionnelles, de cette manière ; un nouveau système de financement fondé sur le marché, s'est développé en parallèle à celui des banques, de nouvelles institutions ont alors vu le jour, exerçant des activités similaires à ces dernières mais qui ne sont pas soumises à leurs réglementations caractérisées par ce que nous appelons « banque d'affaire ».

Comme l'ont souligné les événements de la crise de 2008 ; les opérations de titrisation étant l'une des sources qui permettent de financer le crédit à long terme, peuvent se révéler très dangereuse pour l'économie. Cette crise a mis en lumière le risque lié à ce nouveau système de financement et a dévoilé aussi le développement d'une finance parallèle au système bancaire en dehors de tout périmètre réglementaire. Ce système de l'ombre est qualifié ainsi à cause de l'opacité des produits qui circulent et qui a d'ailleurs joué un rôle dans l'effondrement, en chaînes des marchés qui a par conséquent, provoqué une crise économique.

En effet, l'économie mondiale sortait peu à peu la tête de l'eau, il est judicieux d'espérer que le pire est derrière nous et que la prochaine crise économique mondiale ne se reproduira plus avant quelques décennies. Cependant de nombreux économistes tendent à penser le contraire, ce phénomène méconnu jusqu'à récemment inquiète au plus haut point : le **Shadow Banking**. Ce terme Shadow Banking ; inventé en 2007 par l'économiste américain Paul McCulley<sup>1</sup> fait initialement référence aux entités spécialisées permettant aux banques de diminuer leurs besoins en fonds propres, en raison de la politique du laisser-faire des autorités de l'époque. Ce système a pris l'ampleur et s'est développé de manière considérable englobant des produits de plus en plus opaques et complexes.

### *Choix et intérêt du sujet*

Le système financier constitue une variable instable du fait des mutations et des nouveaux phénomènes et pratiques qui apparaissent. Le Shadow Banking constitue l'un de ces phénomènes qui ont poussé plusieurs économistes à réfléchir et à proposer certaines solutions, afin d'encadrer celui-ci, par crainte de ses implications sur le système financier et l'économie mondiale.

D'où l'intérêt de notre thème, dans lequel nous allons tout d'abord expliquer le terme Shadow Banking qui est jusqu'à nos jours entouré d'ambiguïté, les acteurs qui exercent ces activités complexes et opaques, enfin ; nous allons déduire aborder ses avantages et les risques qui lui sont inhérents.

---

<sup>1</sup>Paul McCulley est un économiste Américain et ancien directeur général de PIMCO. Il a inventé les termes « [système bancaire parallèle](#) », qui est devenu célèbre pendant la [crise financière de 2007–2009](#) . Il est actuellement chercheur principal à la [Cornell Law School](#) et professeur adjoint à la [Georgetown McDonough School of Business](#) .

## *Motif du choix du sujet*

L'intérêt qui nous a poussés à choisir ce sujet de recherche est l'envie d'élargir nos connaissances dans des domaines que nous avons déjà traité au cours de notre cursus universitaire, tels que : les marchés financiers ; la titrisation et la notation, mais aussi pour acquérir de nouvelles connaissances et d'apporter quelque chose de nouveau, en démontrant l'importance de la relation et les différentes interactions existantes entre les institutions financières et le marché financier ainsi que le rôle qu'elles jouent dans l'économie ainsi que le rôle des différentes réglementations dans le maintien de la stabilité des systèmes financiers. La nouveauté du sujet et l'ambiguïté qui l'entoure nous ont motivés à le traiter.

## *Problématique*

A travers ce présent travail, nous allons détailler les différentes fonctionnalités du système Shadow Banking et son impact sur l'économie. À travers cette recherche, nous allons répondre à la problématique suivante :

**En quoi consiste le Shadow Banking? Et quelles répercussions a-t-il sur le système financier en particulier et sur l'économie mondiale en général ?**

Afin de bien expliquer notre travail et pour comprendre la démarche à suivre nous allons répondre aux questions suivantes :

- **Que signifie le terme Shadow Banking ? et quels sont les différents acteurs qui y interviennent ?**
- **Quelles sont les différentes activités du système Shadow Banking ? quels sont ses avantages et ses risques ?**
- **Quelles sont les entités qui sont à la tête de la sécurisation du système Shadow Banking ?**

## *Méthodologie de recherche*

Pour réaliser ce travail de recherche et répondre aux différentes questions posées ; nous avons adopté la démarche déductive du générale « Shadow Banking » ; au particulier « cas Chinois » en se basant sur les méthodes suivantes:

### ❖ **Technique documentaire**

Elle est très utile dans la présentation du cadre conceptuel de notre sujet, pour pouvoir analyser notre cas d'étude. Cette technique nous a permis d'exploiter les différentes références bibliographiques (ouvrages, articles de revues, thèses et mémoires) en vue d'élaborer notre recherche.

### ❖ **Méthode historique**

Elle aborde des objets d'étude d'un point de vue chronologique en tenant compte de leur évolution dans le temps. Elle nous a permis de consulter les documents concernant

## ***Introduction générale***

l'évolution des banques et les crises financières des années antérieures et d'exploiter les faits en relation à notre cas pratique.

### **❖ Méthode descriptive**

Cette méthode est très utile dans la définition des concepts de notre sujet et dans l'analyse du cas d'étude. Tout travail scientifique demande au moins un minimum de connaissances sur le thème à traiter. Cette méthode nous a permis d'exploiter des différents documents de nos prédécesseurs en vue de faciliter notre recherche.

### ***Difficultés rencontrées***

L'élaboration d'un travail de recherche n'est pas toujours une chose facile vu les difficultés que nous pouvons rencontrer. Ainsi, dans le cadre de notre travail nous nous sommes confrontés à certaines difficultés, principalement le manque d'informations et l'absence d'ouvrages de référence qui traitent notre sujet d'étude.

De ce fait, les informations limitées que nous avons pu collecter nous ont permis d'élaborer ce présent travail sans la possibilité d'approfondir notre analyse à cause de la difficulté d'obtenir des informations internes concernant le Shadow Banking vu l'opacité des opérations de ce dernier.

### ***Structure Du Travail***

Ce mémoire est scindé en trois chapitres, les deux premiers chapitres traitent principalement le volet théorique et le troisième chapitre est une illustration pratique. Notre plan de travail se décline alors de la façon suivante :

- Le premier chapitre, est constitué de deux sections dont la première est consacrée à la genèse et le développement du Shadow Banking ; la deuxième section est consacrée à la présentation du Shadow Banking.
- Le deuxième chapitre, est composé de deux sections qui présente le fonctionnement du Shadow Banking dans un premier lieu, ensuite ; la sécurisation de celui-ci, dans un deuxième lieu.
- Le dernier chapitre, représente le cas pratique ou nous allons présenter le Shadow Banking en chine.

### **Introduction**

Dès le début du 20<sup>ème</sup> siècle ; des opérations exécutées sont apparues en dehors du cadre bancaire traditionnel et ont laissé présager l'émergence d'un système parallèle au système bancaire. De manière générale ; tant aux Etats-Unis qu'en Europe et en Chine, se développait l'idée que les marchés devaient être moins régulés pour pouvoir être efficaces.

Dans le monde de la finance ; les banques ont un statut irremplaçable vu leur importance dans un système financier et ceci grâce à leur fonction majeure d'intermédiation et de transformation d'échéances et de risques. En effet ; ces banques traditionnelles qui sont régies par les accords de Bâle 3 sont obligées d'avoir des réserves de liquidité en cas d'éventuels retraits en masse, suite à une panique de leurs clients.

Cependant ; ces banques peuvent être titrisés en transformant les prêts en titre revendable, à l'aide justement de cette finance de l'ombre. Par ailleurs, un nouveau système s'est développée en parallèle, il s'agit des « **Shadow Banks** » qui sont formés d'un ensemble d'intermédiaires financiers qui exercent les activités bancaires traditionnelles mais qui ne font pas partie de ce système. C'est donc un réseau d'acteurs financiers échappant à la réglementation qui encadre la fonction bancaire.

De par le rôle que joue le **Shadow Banking** dans le fonctionnement de la mondialisation économique contemporaine, ce dernier constitue un véritable enfer pour la prospérité de la finance internationale.

Selon le conseil de la stabilité financière (CSF), le **Shadow Banking** pèse environ 67000 milliards de dollars (50000 milliards d'euro) dans le monde, soit près de la moitié du secteur bancaire classique.

Ainsi ; ce premier chapitre ; portera d'une part, sur l'origine et la taille du système **Shadow Banking** dans le monde afin d'observer son envergure et son évolution récente, et d'autre part nous allons présenter ce système afin de mettre à jour les acteurs qui opèrent au sein de ce système parallèle. Ce chapitre sera donc scindé en deux sections :

- **Section 1** : Genèse et développement du Shadow Banking ;
- **Section 2** : Présentation du système Shadow Banking.

### Section 1 : Genèse et développement du Shadow Banking

#### 1.1 L'origine et évolution du Shadow Banking

Depuis un siècle ; la finance échappe à toute forme de contrôle. Il fut un temps où spéculer était condamné par l'église et interdit par le code civil. La chasse aux méchants escrocs évité surtout de repenser le rôle des marchés, de redéfinir, les règles d'un jeu financier qui échappe à tout contrôle.

« L'une des plus grandes escroqueries intellectuelles de notre histoire et d'avoir cru que la finance devait se passer de règles éthiques pour fonctionner », estime l'anthropologue et ancien trader Paul Jorion c'est en Mésopotamie, plus de 3000 ans av. J-c, que les commerçants inventent la comptabilité ; pour rembourser leur dette, ils utilisent des tablettes d'argile en guise de lettre de crédit. Déjà, les débiteurs doivent payer des intérêts, les premières banques naissent également sur le sol irakien, quand les prêtres stockent dans leur temple des denrées qu'ils prêtent ensuite aux nécessiteux.

Au IV<sup>e</sup> siècle av. J.-C., Aristote raconte que Thalès de Milet, surtout connu pour son théorème, invente la spéculation. Prévoyant grâce à sa science astronomique une abondante récolte d'olives, le savant loue à bas prix tous les pressoirs du coin et fait fortune en sous-louant les machines à la belle saison. Convaincu que l'argent ne doit pas « faire des petits », le philosophe condamne l'usure. Cette pratique, souvent abusive, pousse les cités à ouvrir les premières banques publiques administrées. Les Romains sont plus tolérants avec la notion de crédit : même après la christianisation de l'empire, rares sont les marchands qui suivent le conseil de saint Luc dans son Évangile : « Prêter sans rien espérer. Et votre récompense sera grande. »

Jusqu'au XIII<sup>e</sup> siècle ; la finance est surtout le fait des Juifs et des Lombards. Les premiers car leur théologie tolère l'usure. Les seconds, venus d'Italie du Nord, parce que leur science de la banque (prêts sur gages et livres de comptes avec « pertes et profits ») permet de financer les campagnes militaires des monarques. Jaloués, les financiers se voient parfois confisquer leurs biens au nom de la justice. Une façon de masquer les privilèges accordés à ces généreux bailleurs.<sup>1</sup>

L'humanité a toujours traversé des crises, qu'elles aient été religieuses, morales, politiques et économiques. Depuis que le capitalisme a pris le pouvoir, En 1636, se déclenche en effet une spéculation sur un bien alors très important, symbole de luxe et de richesse, le bulbe de tulipe. Et comme son cours monte, chacun vient surenchérir et le fait monter plus encore - jusqu'à vingt fois le revenu annuel d'un artisan très spécialisé jusqu'à ce que quelques-uns réalisent que ce prix est devenu absurde, sortent ostensiblement du marché,

<sup>1</sup> Article, disponible sur <https://abc-economie.banque-france.fr/> consulté le (10/1/2021).

## *Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking*

inversant l'euphorie en panique selon une courbe qui se répétera souvent. Cette crise, qui met fin à ce qu'on appellera plus tard le « commerce du vent », conduit à la structuration des marchés financiers des Provinces-Unies. Elle leur permet d'attirer ensuite en toute confiance les capitaux du monde entier et de les investir pour leur compte, s'appropriant l'essentiel des profits dégagés grâce à cette épargne. Elles construisent en particulier, avec ces ressources, une flotte de commerce et de guerre grâce à laquelle elles conserveront le pouvoir pendant un siècle et demi<sup>2</sup>.

En 1720 ; à Londres, alors principal concurrent politique, économique et financier d'Amsterdam, l'éclatement de bulles spéculatives sur les titres et les monnaies entraîne la faillite de la Compagnie des mers du Sud et de plusieurs banques. Ce qui conduit le gouvernement britannique à structurer la City. Cela aide à la prise du pouvoir de la Grande-Bretagne sur les Provinces-Unies, concrétisée quand, en 1780, les armateurs Hollandais, suivis par les meilleurs financiers, quittent les Pays-Bas pour Londres, devenue la ville la plus sûre et la plus dynamique d'Europe. Quand, huit ans plus tard, les principales banques des Pays-Bas font faillite, le « cœur » du capitalisme traverse définitivement la mer du Nord pour s'installer sur les rives de la Tamise où démocratie et marché progressent d'un même pas.

Vers 1890 ; l'empire britannique, en apparence triomphant, est épuisé par un endettement accumulé pour financer la défense de ses colonies, en particulier le Raj indien qui ne rapporte pas du tout ce qui était prévu. La plupart des banques anglaises tombent alors en faillite, comme un demi-siècle plus tôt. Mais, cette fois, la place de Londres n'y résiste pas : elle est supplantée, avant même le début du XXe siècle, par Boston comme huitième « cœur » de l'économie mondiale et par Wall Street comme centre financier. En 1907, comme Amsterdam et Londres avant lui, le « cœur » américain est consolidé par une crise financière qui entraîne la création à Washington d'une réserve fédérale, et le remplacement progressif de la livre par le dollar dans les échanges internationaux.

Le marché financier planétaire change à ce moment, une fois de plus, de nature. Avec l'approche de la Première Guerre mondiale, des banques (JP Morgan, Rockefeller, Chase, City, Lehman Brothers, Morgan Stanley) créées pour la plupart au XIXe siècle, deviennent des instruments de collecte massive de l'épargne et de placement de titres : d'abord des bons de guerre, puis des actions et des obligations. Les marchés de capitaux deviennent le principal mode de financement des entreprises.

La première guerre mondiale accélère l'industrialisation de la production mécanique américaine par la généralisation du travail à la chaîne, lancé un peu plus tôt par Henry Ford; les salaires augmentent; de nouveaux instruments d'investissements apparaissent, comme les holdings et les trusts, sans aucun contrôle; les banques américaines, qui mêlent activités de dépôt et d'investissement, commencent à se substituer aux banques anglaises; elles prêtent généreusement, en Amérique et aux quatre coins du monde, à tous ceux qui veulent bien emprunter pour acheter des logements ou des titres<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup>Jacques Attali, « La crise et après », édition actualisée le livre de poche, 2008 p17-25.

<sup>3</sup>Jacques Attali, « La crise et après », Op.cit. p25-32.

## *Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking*

Au même moment s'annonce une crise majeure. D'abord, à partir de 1919 ; l'engouement des Américains les plus riches se porte sur l'immobilier en Floride. Ceux de la classe moyenne supérieure empruntent aussi pour pouvoir y acheter des résidences secondaires; leurs emprunts sont souvent gagés sur la valeur de leur portefeuille boursier qui augmente avec la croissance.

Au printemps de 1926 ; la demande pour cet immobilier très particulier commence à baisser; mais les prix continuent de monter. S'enclenche alors un optimisme trompeur, des banques conseillant des investissements inconsidérés aux clients ayant placé leur épargne dans la même banque; une bulle immobilière, suivie d'une bulle sur le marché des actions, qui entretiennent l'euphorie, la consommation et la croissance. La dette totale des Américains (tous agents confondus) frôle, à la fin de 1928, les 300 % sans que personne ne voie que la crise a déjà commencé; même quand, dans les six premiers mois de 1929, trois cent quarante-cinq banques américaines ferment. Le 20 octobre ; de fortes prises de bénéfices, une hausse des taux d'intérêt et des appels de marge entraînent la baisse des cours.

Le jeudi 24 octobre au matin, les cours s'effondrent (- 22,5 % sur le Dow Jones à la mi-journée). Les petits épargnants se bousculent à Wall Street pour y brader leurs actions. Des investisseurs institutionnels interviennent massivement pour soutenir les cours, et l'indice termine en baisse de 2,1 % seulement sur un volume, colossal pour l'époque, de 12,9 millions d'actions échangées. Le lendemain et les jours qui suivent, l'effondrement du marché reprend et ruine ceux qui ont gagé leurs emprunts sur la valeur de leur portefeuille. Ils vendent tout pour payer leurs échéances, accélérant la baisse des cours. La panique s'étend aux banques, incapables de rendre leurs dépôts aux épargnants qui font la queue devant leurs guichets. Au total, 4 000 banques font faillite dans l'année parce que nul ne veut les soutenir.

En mars 1933 ; le nouveau président américain, Franklin D. Roosevelt redéfinit les règles du jeu en séparant banques de dépôt et banques d'affaires et crée la Securities and Exchange Commission (SEC), gendarme boursier chargé de taper sur les doigts des tricheurs<sup>4</sup>. Mais son grand œuvre demeure le sommet de Bretton Woods : en 1944, le dollar remplace l'or comme monnaie du commerce international. Résultat : trente années de relative stabilité financière, avec des taux de change fixes. Jusqu'au jour où Nixon décide d'adopter un régime de change flottant en laissant les taux évoluer selon les forces du marché en 1971.

Traumatisée en 1979 par le deuxième choc pétrolier, l'Amérique de Reagan dérégule les opérations bancaires et ouvre la voie au Shadow Banking d'après le journaliste du Monde Marc Roche, pratiquée par les fonds spéculatifs et les banques d'affaires. Ces établissements créent des sociétés offshores, pratiquent l'évasion fiscale et embauchent des petits génies des maths pour concevoir des « produits dérivés » ultra-complexes et risqués (options, swaps, etc.).

Les « années fric » s'achèvent sur le scandale des Savings and Loan, les caisses d'épargne américaines : des milliers de banksters finissent sous les verrous pour avoir vendu

---

<sup>4</sup>Jacques Attali, « La crise et après », Op.cit. P32-42.

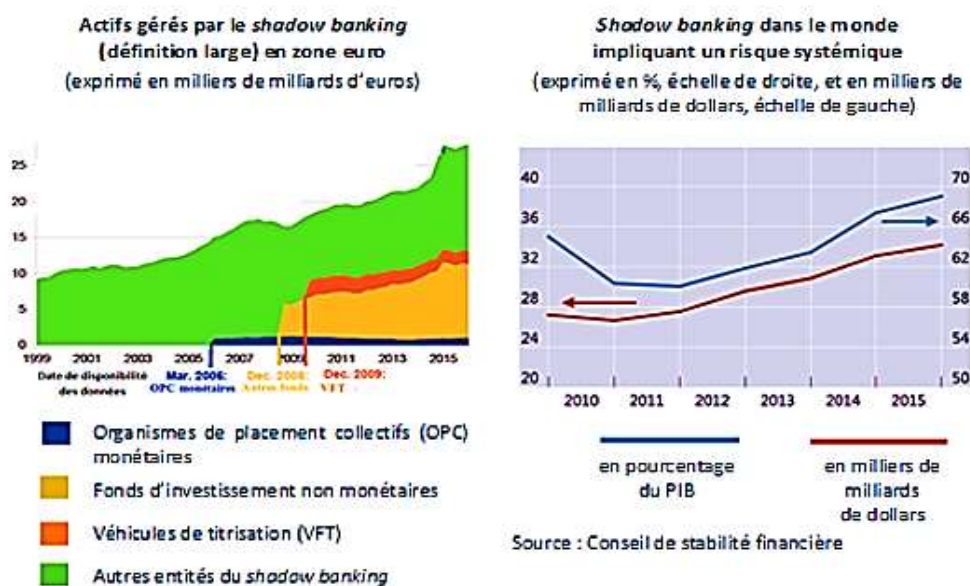
## Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking

des obligations pourries. Évidemment, c'est le contribuable qui paie l'addition : 124 milliards de dollars. Comme une répétition générale. Pour éviter qu'un nouveau Roosevelt ne fouine dans leurs tiroirs, les banques d'affaires placent leurs hommes au pouvoir : les secrétaires au Trésor de Clinton et Bush Jr sont deux anciens de Goldman Sachs... Suffisant pour éviter toute réforme des produits dérivés financiers que le milliardaire Warren Buffett qualifie pourtant « d'arme de destruction massive ». Mais les crises se multiplient. En 1998 ; le Hedge Fund LTCM, géré par deux Nobel d'économie, s'effondre. Deux ans plus tard, l'enthousiasme excessif des investisseurs pour les valeurs technologiques provoque une « bulle Internet » qui ne tarde pas à éclater.

La série noire se poursuit en 2001 avec la faillite d'Enron, numéro un mondial de l'énergie, grillé par des opérations spéculatives maquillées en bénéfices par un tour de passe-passe comptable. Malgré ces coups de klaxon, personne ne voit venir la grande crise, celle des subprimes. Alors que les nuages de la tourmente financière des subprimes s'accumulent, en août 2007, Paul McCulley, à l'époque économiste en chef de Pimco, le premier fonds obligataire au monde invente le terme Shadow-Banking qui consiste aux toutes les activités de crédit, réalisées en dehors du système bancaire traditionnel. À l'écouter, *Hedge Funds*, firmes de capital-investissement, banques d'affaires, agences de notation, spéculateurs sur les matières premières, chambres de compensation ou sociétés hors bilan créent un risque systémique en raison de la faiblesse de la surveillance.

Issu d'un processus d'innovations financières et de l'arbitrage réglementaire, Le *Shadow Banking* atteint des montants élevés : d'après le Conseil de stabilité financière, les sommes gérées par le *Shadow Banking* au sens large représentent au niveau mondial environ 92 000 milliards de dollars en 2015, soit l'équivalent de la moitié du système bancaire traditionnel. Selon un périmètre plus étroit, il s'élèverait à 34 000 milliards de dollars, soit près de la moitié du PIB mondial. Nous allons présenter son évolution comme suite :

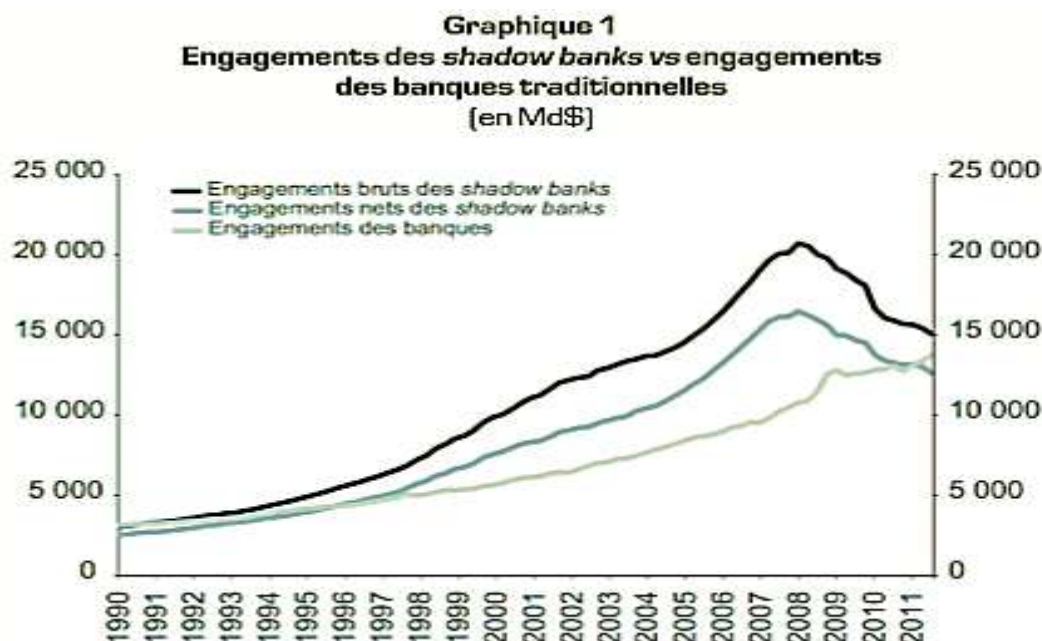
**Figure 1 : La taille du Shadow Banking.**



**Source :** Banque Central Européen (BCE).

**Source :** conseil de stabilité financière.

Figure 2 : Engagement des Shadow Banks et Engagements des banques traditionnelles.



**Source:** Flow of fund accounts of the United States, troisième trimestre 2011 (Fed de New York)

La figure 2 donne deux mesures du système des Shadow Banks, nette et brute, toutes deux calculées sur la base des flux de capitaux du Conseil de la Fed. La donnée brute comptabilise l'ensemble des engagements enregistrés dans les flux de capitaux liés au secteur de la titrisation (MBS mortgage-backed securities –, ABS et autres engagements des GSE), ainsi que toutes les transactions de court terme du marché monétaire qui ne sont pas garanties par l'assurance des dépôts (repos, papier commercial et autres engagements des MMMF). La donnée nette s'efforce de supprimer les doublons.<sup>5</sup>

Nous devons souligner que ces mesures du système des Shadow Banks sont imparfaites pour plusieurs raisons.

Premièrement, les flux de capitaux ne couvrent pas toutes les entités des Shadow Banks.

Deuxièmement, nous n'apportons pas une mesure de l'apport net de crédits des Shadow Banks à l'économie réelle. En fait, la mesure brute additionne l'ensemble de leurs engagements, y compris les doublons. Le chiffre brut ne devrait pas être considéré comme équivalant à l'apport net de crédits par les Shadow Banks, mais plutôt comme le montant brut des titres liés à leurs activités. Le chiffre net atténue ce deuxième problème en compensant le financement par le marché monétaire des ABS et des MBS. Cependant, la mesure nette n'est

<sup>5</sup> Shadow Banking; Revue d'économie financière 2012/1 N 105/ Page 164 disponible sur [file:///C:/Users/HP/Documents/Mémoire%20de%20fin%20d'étude%20JB/shadow%20banking%20JB/ECOFI\\_105\\_0157.pdf](file:///C:/Users/HP/Documents/Mémoire%20de%20fin%20d'étude%20JB/shadow%20banking%20JB/ECOFI_105_0157.pdf) consulté le (9/1/2021)

## *Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking*

pas une mesure de l'apport net de crédits par les activités des Shadow Banks pour de nombreuses raisons.

Troisièmement, beaucoup d'actifs titrisés figurent dans les bilans d'institutions de dépôt ou d'assurances traditionnelles, ou sont garantis hors de leur bilan par des réserves de liquidités, des dérivés de crédit ou des contrats de réassurances. En raison de la détention par des institutions bénéficiant du filet de sécurité public d'engagements des Shadow Banks, il est difficile de tracer des lignes de séparation claires entre les intermédiations du crédit par les institutions traditionnelles et les Shadow Banks, ce qui nous amène à identifier ces dernières au niveau des instruments et non des institutions.

Comme l'illustre la **figure 2**, la mesure brute des engagements des Shadow Banks a atteint un montant de près de 22 000 Md\$ en juin 2007. Nous y avons également retracé les engagements des banques traditionnelles, qui se situent aux alentours de 14 000 Md\$ en 2007.

La taille du système des Shadow Banks a sensiblement diminué depuis le pic de 2007. Par contre, le total des engagements du secteur bancaire a continué de croître tout au long de la crise. Les facilités de liquidité et de garantie mises en place depuis l'été 2007 ont contribué à compenser, à hauteur d'environ 5 000 Md\$, la contraction de la taille du système des Shadow Banks, protégeant ainsi l'économie réelle des dangers d'un effondrement de la création de crédit pendant la crise financière.

Étant donné la taille encore importante du système des Shadow Banks et sa fragilité inhérente à son exposition aux paniques chez les pourvoyeurs de financement de gros, la question reste de savoir si ces programmes d'accès aux concours publics, temporaires par nature, doivent devenir permanents et être assortis d'une surveillance accrue<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Revue d'économie financière, op.cit. p. 165.

### **Section 2 : Présentation du Shadow Banking**

L'expression « Shadow Banking » ou « finance de l'ombre » en français ; est le genre de concept que nous l'entendrons; sans le comprendre et qui continue à nous échapper même lorsque nous effectuons l'analyse et l'investigation de celui-ci ; tant il recouvre des acteurs multiples aux jeux divers et complexe, ils donnent souvent une image négative et illégale, car pour beaucoup de personnes ce terme est inconnu et il porte à confusion à cause de l'opacité de son activité.

Avant de définir le Shadow Banking et les notions avoisinantes, il est pertinent de souligner que le terme est un ensemble aussi vaste qu'hétéroclite, et à géométrie variable qui diffère d'un pays à un autre et qui échappe à toute réglementation.

#### **2.1 Définitions du Shadow Banking**

Aucune définition précise du Shadow Banking n'existe, ni dans la législation ni dans la jurisprudence. Cependant plusieurs organismes internationaux et économistes proposent des définitions axées sur des critères d'identifications plus au moins partiels.

##### **2.1.1 Selon Paul McCulley**

« C'est en 2007 que cette économiste Américain a inventé ; le terme Shadow Banking afin de faire référence aux entités<sup>7</sup> mises en place par les banques afin d'accroître leur capacité de financement ».

##### **2.1.2 Selon le conseil de stabilité financière (CSF)**

Le Shadow Banking est défini de manière général par le comité de stabilité financière (CSF) comme une intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire réglementé<sup>8</sup>. (CSF, 2011).

Selon le rapport publié en juin 2017<sup>9</sup> le Shadow Banking est l'intermédiation de crédit auprès du public à laquelle concourent des entités et activités non-bancaires et non-assurantielles (trusts, fonds monétaires, fonds spéculatifs, sociétés d'investissement, opérations de financement sur titres). Ces activités d'intermédiation de crédit (transformation d'échéance et de liquidité et transfert de risque de crédit) représentent une source potentielle de risque systémique, notamment en raison de l'effet de levier et de leurs interconnexions avec le système bancaire traditionnel.

---

<sup>7</sup>Entités mises en place dans un but unique, financièrement indépendantes de leur créateur.

<sup>8</sup>Article sur le MELCHIOR Cercle Turgot et Laboratoire Régulation Financière, Sous la direction de Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart.

<sup>9</sup> Note de BSI Economics sur l'architecture internationale de la régulation financière, publiée en juin 2017).

### 2.1.3 Selon la banque centrale Européenne(BCE)

Le Shadow Banking est formé d'institutions financières ayant les cinq caractéristiques suivantes : elles font de l'intermédiation de crédit, elles sont peu ou pas régulées, elles ne bénéficient pas de garanties gouvernementales, elles ne reçoivent pas de dépôts du public, mais se financent sur le marché financier de gros, et enfin ; leur bilan est fortement affecté par les conditions du marché.

À ce titre ; elles regroupent des entités qui réalisent des activités de transformation de liquidité ou d'échéances comme les SIV ou conduits, les fonds monétaires et autres fonds ou produits d'investissement qui présentent des caractéristiques de dépôts, les sociétés de financement et entités spécialisées dans les titres qui fournissent du crédit ou des garanties de crédit ou qui réalisent des opérations de transformation de liquidité et d'échéances sans être réglementées comme les banques, enfin les entreprises d'assurances ou de réassurances qui émettent ou garantissent des produits de crédit.

À partir de statistiques incomplètes de la BCE, les auteurs estiment que les actifs de l'ensemble de ces activités se sont élevés dans la zone euro à près de 10 000 Md€ à la fin du deuxième trimestre 2012, ce qui représente 23% de l'ensemble des actifs du secteur bancaire traditionnel et du Shadow Banking.<sup>10</sup>

### 2.1.4 Selon Yamina Tadjeddine

Aucune définition du SB ne fait l'unanimité, il est possible de distinguer les définitions selon qu'elles se rapportent aux activités ou aux organisations. Une façon de résoudre ce dilemme serait de penser le SB comme un système (Pozsar et alii 2010, Guttman, 2012).<sup>11</sup>

## 2.2 Les acteurs

Les activités du système Shadow Banking sont très variées et peuvent être effectuées par de nombreuses institutions financières différentes.

L'identification de ces dernières est particulièrement délicate et divise encore aujourd'hui de nombreux économistes. En effets l'interconnexion entre le système bancaire traditionnel et le Shadow Banking compliquent grandement cette tâche.

Le conseil de stabilité financière (CSF) à identifier les principaux canaux qui nourrissent directement ces interconnexions (CSF, 2011) :

- Les banques traditionnelles peuvent faire partie de la chaîne d'intermédiation du Shadow Banking ;
- Les banques peuvent apporter un support au Shadow Banking soit en finançant directement certaines Shadow Banks, soit en offrant des lignes de crédit particulières ;

<sup>10</sup> L'article d'Axelle Arquié (Paris 1, Natixis) et Patrick Artus (Paris 1, Natixis) intitulé « Mesurer le système bancaire de l'ombre au sein de la zone euro ».

<sup>11</sup> Le système du Shadow Banking Yamina Tadjeddine Contribution à l'ouvrage Les Systèmes Financiers. Mutations, crises et régulation Sous la direction de Christian de Boissieu 4ème édition. Disponible sur [https://www.researchgate.net/publication/311515422\\_Le\\_shadow\\_banking](https://www.researchgate.net/publication/311515422_Le_shadow_banking) consulté le (15/1/2021)

## **Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking**

- Les banques traditionnelles peuvent investir dans des produits financiers provenant du Shadow Banking ;
- Les banques traditionnelles peuvent se financer via les fonds du marché monétaire (MMF) ou d'autres entités du Shadow Banking.

Les principaux acteurs de ce système identifier par le conseil de stabilité financière et qui a focalisé son attention sur les entités suivantes : Crédit Investment ; les banques d'affaire ; Exchange Traded Funds ; Crédit Hedge Funds ; Private Equity Funds ; Securities broker dealer ; Securitization entities ; Credit insurance providers/Financial guarantors ; Finance Companies.

Avant de présenter les différents acteurs du système Shadow Banking ; il est nécessaire d'expliquer les fonds des marchés monétaires qui jouent un rôle capital dans le financement du Shadow Banking et des agences gouvernementales qui font partie des acteurs majeurs ayant favorisé la croissance de ce système.

### **2.2.1 Fond du Marché Monétaire (Money Market Funds)**

#### **2.2.1.1 Définition et rôle du marché monétaire**

Le rôle du marché monétaire est de permettre aux Etats, aux institutions financières et aux entreprises d'emprunter et de prêter des liquidités sur le court terme (moins d'un an) sur ce marché sont émis et échangés les titres de créances négociables de courtes échéances. Parmi eux, on trouve notamment des bons du Trésor émis par l'Agence France Trésor, des billets de trésorerie émis par des entreprises privées, les certificats de dépôts d'établissements financiers, etc. En pratique, le marché monétaire est scindé en deux compartiments<sup>12</sup> :

- Un marché interbancaire où les banques se prêtent et s'empruntent des liquidités à très court terme, fréquemment "au jour le jour". Ce marché interbancaire est le théâtre d'opérations de prêts non gagés (dit "en blanc") entre établissements de crédit. Il sert aussi pour les prêts et emprunts garantis par des titres prêtés en contrepartie d'une rémunération. Dès le départ les parties conviennent d'une date de transfert inverse (restitution des titres au prêteur initial).
- Un marché des titres de créances négociables où les établissements de crédit empruntent à travers différents titres de court terme : certificats de dépôt, billets de trésorerie d'une durée de 1 jour à 1 an. On trouve aussi des bons à Moyen Terme Négociables (BMTN) de 1 an et un jour. Les BMTN prennent fin à une date de convenance dont les parties sont convenues de gré à gré.

#### **2.2.1.2 Fonctionnement**

Comme l'illustre la **figure 3** ci-dessous ; les MMFs constituent un intermédiaire entre le financement à court-terme et le financement à long-terme. Nous avons choisi d'utiliser ces notations courtes et long terme pour bien marquer la transformation de maturité effectuée.

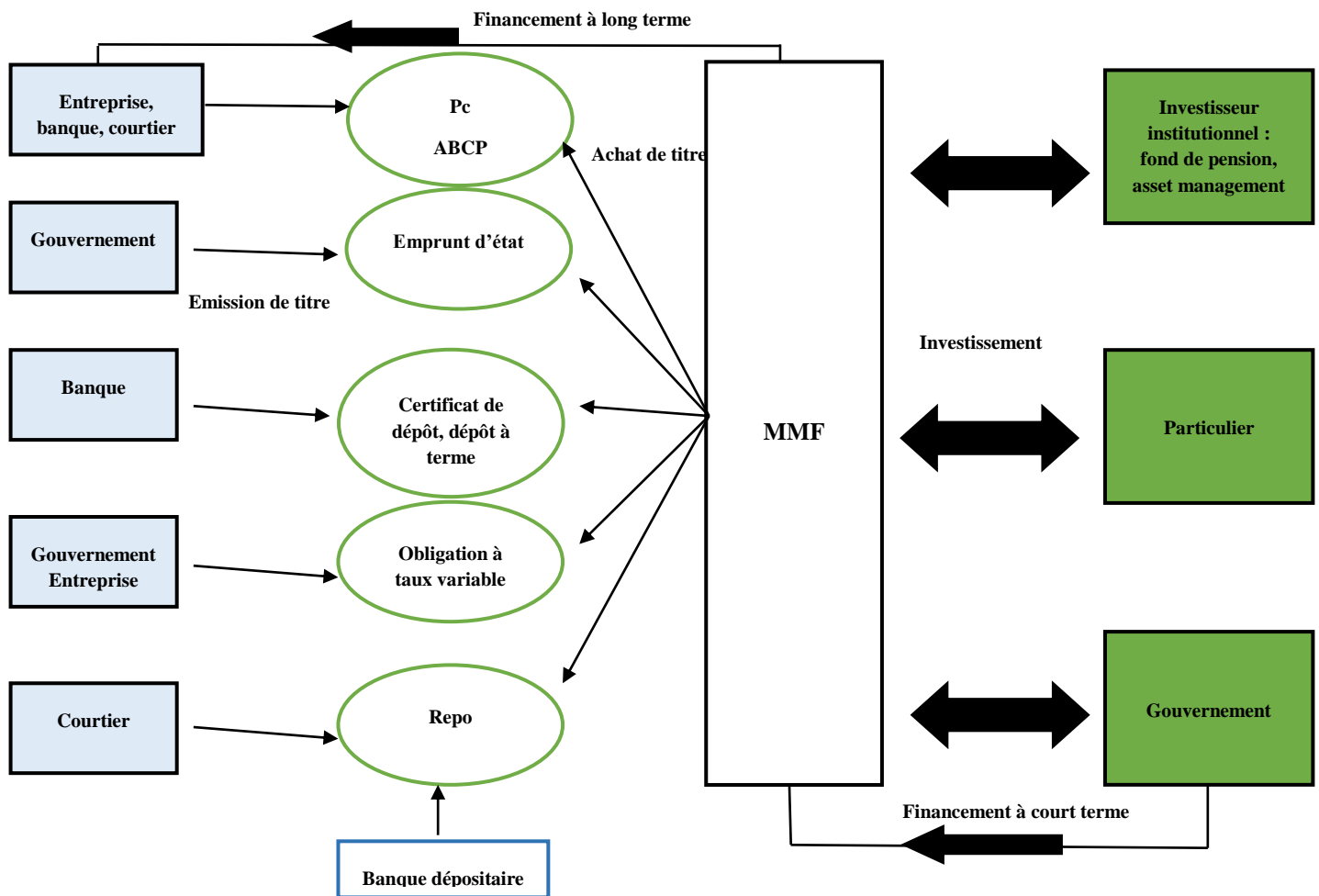
<sup>12</sup> Article sur la page officielle de capital.fr entreprise/ marché monétaire. Disponible sur <https://www.capital.fr/entreprises-marches/marche-monetaire-1339724>(consulté le 22/01/2021)

## Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking

Cependant, en réalité, cette transformation s'effectue entre des financements à court terme et à moins court terme.

En effet ; les particuliers, les gouvernements et les investisseurs institutionnels ont la possibilité d'investir une partie de leur épargne dans les MMFs, afin d'obtenir un retour sur investissement quand ils le désirent. Tandis que de l'autre côté ; les MMFs investissent dans des instruments monétaires de très bonne qualité ayant une maturité de maximum 397 jours. Les MMFs étant considérés comme une méthode aussi sûre et plus rentable que les comptes d'épargne traditionnels, les épargnants avertis tendent donc à les privilégier.

Figure 3 : Fonctionnement des Money Market aux USA.



Source : L'institut de la finance internationale (2012).

Le fonds monétaire recueille les investissements de différents acteurs économiques souhaitant placer leur surplus monétaire tout en minimisant le risque. Ces agents économiques sont diversifiés, effectivement, il peut tant s'agir d'un particulier plaçant ses économies durant quelques mois que d'une entreprise commerciale plaçant son excès de liquidité durant quelques jours (Baker, Filbeck, & Kiyamaz, 2015).<sup>13</sup>

<sup>13</sup>Fonctionnement des MMFs – inspiré des descriptions de Baker, Filbeck, & Kiyamaz, (2015).

## **Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking**

Ensuite ; ces investissements de court-terme sont utilisés par le MMF pour procéder à l'acquisition de titres considérés comme sûrs. Ces derniers ont généralement une échéance plus longue que les investissements finançant le fonds monétaire. De ce fait, le fonds agit comme un transformateur de maturité (Baker, Filbeck, & Kiymaz, 2015).

### **2.2.1.3 La réglementation avant la crise financière de 2008**

La particularité des MMFs ; pourtant au cœur du système Shadow Banking, repose sur le fait qu'elles sont étroitement réglementées, et ce depuis 1929 ; lorsque Investment Company Act<sup>14</sup> est entrée en vigueur au Etats Unis.

Cette loi créée par la Security and Exchange Commission<sup>15</sup> afin de rétablir le système financier américain après le crash de 1929 oblige les fonds mutuels à agir dans le meilleur intérêt de leur client.

À l'inverse des autres fonds mutuels, les MMF doivent aussi se conformer à la règle 2a-7<sup>16</sup> de cette loi. Celle-ci introduite en 1997 afin de diminuer leur risque systémique, impose aux MMF de répondre à certaines exigences quant à la qualité, la maturité ainsi qu'à la diversité de leur portefeuille d'investissement. Par exemple la durée de vie moyenne pondérée de ces derniers ne peut dépasser 60 jours et au moins 10% de leurs actifs doivent pouvoir être transformés en liquidité sur demande de plus. De plus ils sont obligés n'investir que dans des titres de haute qualité ayant un risque de crédit relativement faible.

### **2.2.1.4 Le rôle des MMF au sein du Shadow Banking**

Les MMFs gèrent des produits d'investissement soumis à la réglementation des titres de marchés, considérés comme faisant partie intégrante du Shadow Banking parce qu'ils permettent des transformations de maturité et de liquidité et constituent des sources importantes de financement à court-terme, surtout pour les banques. Contrairement à ces dernières, les MMFs n'ont pas accès aux facilités de support officiel lorsqu'ils éprouvent certaines difficultés et ont par exemple un besoin urgent de liquidités à court terme.

De plus ; ils ne bénéficient pas non plus du soutien explicite de leur sponsor<sup>17</sup>, qui n'est donc pas obligé de les aider financièrement lorsqu'ils en ont besoin. Selon la définition proposée par le CSF, les MMFs sont donc des acteurs importants du Shadow Banking en fournissant aux banques et autres clients un financement à court-terme, loin d'être aussi sûr qu'il n'y paraît.

---

<sup>14</sup> Est un décret du Congrès qui régit l'organisation des sociétés d'investissement et leurs activités commerciales, et établit des normes pour le secteur des sociétés d'investissement. La législation de l'Investment Company Act de 1940 est gérée et supervisée par la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis.

<sup>15</sup> Organisme fédéral américain chargé de contrôler et de réguler les marchés financiers.

<sup>16</sup> La Securities and Exchange Commission (SEC) a reconnu que l'effondrement du système des fonds monétaires constituerait une menace pour le système financier et a répondu par la règle 2a-7.

<sup>17</sup>Le sponsor est généralement celui qui constitue le fonds mutuel au départ et qui peut lui apporter un soutien financier par la suite.

### **2.2.2 Les agences gouvernementales**

Les entreprises parrainées par le gouvernement ou GSE en anglais ; qui sont les initiales de (Government Sponsored Entreprises), ont joué un rôle important dans la croissance du Shadow Banking, qui sont composés du système Federal Home Loans Banks en 1932 sous la fameuse appellation Fannie Mae et Freddie Mac.<sup>18</sup>

Ces entreprises ne finançaient pas à l'aide des dépôts mais à travers le marché des capitaux, ces entités considérées comme des banques de l'ombre dans la mesure où elles ont été impliquées dans les activités bancaires traditionnelles de crédit, de maturité ou la transformation de liquidité, mais sans pour autant être considérées comme des banques.

#### **2.2.2.1. Définition**

Les agences gouvernementales sont des entités propres aux Etats-Unis, le congrès américain a défini officiellement le terme (Government Sponsored Entreprises) de manière assez complexes.

Concrètement ; les agences gouvernementales sont des entités privées créées par le congrès Américain dans le but de remplir certains objectifs de politique publique. Elles possèdent donc un caractère hybride, dans le sens où leur statut privé leur procure de maximiser le profit de leur actionnaire, et leur statut d'instrument de gouvernement leur requièrent de servir l'intérêt général.

Pour notre part ; nous allons utiliser la définition, plus compréhensible proposé par L'omnibus Reconciliation Act (1990) : une GSE est une personne morale créée par une loi des Etats-Unis qui :

- Possède une charte fédérale légalement autorisée ;
- Appartient au secteur privé ;
- Est dirigée par un comité de directeurs largement composé par des propriétaires privés ;
- Est une institution financière pouvant accorder des prêts ou des garanties de prêt à des fins limitées, telles qu'accorder un crédit à un secteur particulier.

#### **2.2.2.2. Fonctionnement**

La raison pour laquelle le Congrès américain a créé ces sociétés particulières réside dans la croyance que, sans de telles institutions, un domaine au sein duquel le financement par la dette est nécessaire ne fonctionnerait pas de manière efficiente (Kosar, 2007).

Pour cette raison ; le gouvernement américain leur attribue des avantages spécifiques qui ne sont pas disponibles pour les entités complètement privées. Par exemple, Freddie et Fannie avaient droit à des subventions implicites de crédit et bénéficiaient d'une exemption des taxes régionales et gouvernementales.

Cependant ; ces avantages ne sont pas gratuits, le gouvernement limite donc le domaine d'activité des GSEs et attend d'elles qu'elles remplissent certains objectifs de politiques

---

<sup>18</sup> Article, sur le sous-système sponsorisé par le gouvernement disponible sur <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-1-page-157.htm> consulté le (24/1/2021)

## **Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking**

publiques. Parmi ces objectifs, certaines agences gouvernementales (Fannie Mae et Freddie Mac par exemple) avaient pour but de fournir de la liquidité sur le marché immobilier sur une base nationale plutôt que régionale, et, de surcroît, de diminuer le prix des emprunts hypothécaires.

Les activités de ces deux agences gouvernementales prenaient principalement deux formes : la création de Residential Mortgage Backed Securities<sup>19</sup> (RMBS) et la gestion de leur portefeuille d'investissement.

Dans le premier cas, Fannie et Freddie achètent des groupements de prêts hypothécaires conformes afin de les titrisés et de vendre ces nouveaux titres, appelés RMBS, sur le marché secondaire. Ces agency RMBS sont garantis par les GSEs, c'est-à-dire que même en cas de défaut, Fannie et Freddie continueront de payer les intérêts qu'ils doivent à leurs investisseurs. Ici, le seul risque couru par l'investisseur est donc le risque d'un brusque changement dans les taux d'intérêt. Avec cette garantie, les agences gouvernementales se permettent de conserver une partie des paiements mensuels d'intérêts qu'ils considèrent comme un frais de garantie.

Dans le second cas, les activités liées à leur portefeuille d'investissement consistent à garder des prêts hypothécaires au bilan et à jouer eux-mêmes le rôle d'investisseurs. Parmi ces prêts se retrouvent des prêts hypothécaires qu'ils achètent à des banques ou des entreprises hypothécaires mais aussi leurs propres agency RMBS. L'histoire du développement des premières agences gouvernementales se trouve à l'**annexe 1**.

### **2.2.2.3. Le rôle des agences gouvernementales au sein du Shadow Banking**

Fannie et Freddie ont été les premiers acteurs du marché de la titrisation étant donné que leur rôle, au début des années 1970, consistait à accorder des prêts hypothécaires, mais également à acheter des engagements hypothécaires pour en rassembler un grand nombre, de titriser les ensembles de prêts ayant des caractéristiques similaires et de les revendre, avec une garantie, à divers investisseurs.

Les agences gouvernementales ont donc eu un impact considérable dans la manière dont les banques se financent et effectuent les transformations de crédit. Fannie et Freddie ont été les pionniers du modèle d'intermédiation de crédits titrisés originate-to-distribute. En effet, celui-ci a ensuite été remanié par les banques afin qu'elles puissent l'utiliser elles-mêmes.

Aujourd'hui ; ces agences continuent à participer au Shadow Banking à travers leurs activités de titrisation dans le marché de l'immobilier, mais elles ne sont plus les seules entités à effectuer ce type d'opérations.

À présent nous allons nous intéresser aux entités participant à ce système, nous allons donc brièvement d'écrire le fonctionnement de huit autres entités du Shadow Banking tel qu'elles sont analysées par le groupe de travail, afin de comprendre de quelle manière le Shadow Bank opère au sein de ce système en décrivent leur fonctionnement.

---

<sup>19</sup> Ce sont des titres dont les flux de trésorerie proviennent des prêts hypothécaires qui les composent.

### **2.2.3 Fond de placement/ investissement – Credit Investment Funds**

Les fonds d'investissements sont des fonds dans lequel les personnes n'ayant pas assez de capital pour les confier à un gestionnaire de fonds peuvent investir. En effet ; ils doivent spécifier dans quels secteurs ils souhaitent investir et leur apport sera combiné avec l'apport de nombreux autres particuliers désireux d'investir dans le même secteur.

Le terme peut porter à confusion par ce que cette catégorie ne contient pas tous les fonds d'investissements mais seulement ceux qui font partie d'une chaîne d'intermédiation de crédit du Shadow Banking et qui présentent des caractéristiques qui les rendent susceptibles aux run.

### **2.2.4 Fonds indiciel cotés aux index trackers- Exchange traded funds (ETF)**

#### **2.2.4.1 Présentation**

Ces fonds ; comme leurs noms l'indique sont des organismes qui investissent dans des produits d'investissement négociés en bourse ; ils doivent s'inscrire sous l'ACTE de 1940 comme étant soit société d'investissement à capital variable (un fond) ; soit comme une société d'investissement à capital fixe<sup>20</sup> (Unit Investment Trust).

À l'image des fonds mutuels ; les ETF permettent aux investisseurs de mettre en commun leurs argents dans un fond qui investit dans des titres ; des obligations ou d'autres actifs et qui reçoivent en retour des intérêts provenant de ce fond néanmoins contrairement au fond mutuel, les actions des ETF sont négociées sur un marché boursier national et à des prix de marché n'étant pas forcément égaux à la Valeur Liquidative(VL) des actions.

Un fonds indiciel est avant tout un fonds d'investissements qui vise à répliquer les performances d'un indice boursier. Par exemple, un ETF ayant pour indice de référence le CAC40<sup>21</sup> permettra d'investir dans toutes les entreprises du CAC40 instantanément et simultanément. Sa performance, sans surprise, sera équivalente à celle du CAC40. Les sociétés de gestion qui gèrent ces fonds indiciels vous donnent la possibilité d'y investir votre capital. Vous n'avez par conséquent plus besoin de choisir une à une des entreprises pour vous constituer un portefeuille d'actifs, ces paniers d'actions vous permettent d'investir dans plusieurs centaines d'entreprises en une seule fois.<sup>22</sup>

#### **2.2.4.2 Typologie**

Ils existent deux types d'ETFs :

##### **A. Index-Based ETF**

Littéralement ; les ETFs basés sur un indice. Ceux-ci sont les plus courants et représentent la plupart des ETFs qui opèrent sur le marché. Leur objectif est de tracer (track)

---

<sup>20</sup>Société d'investissement qui propose un portefeuille fixe, non géré, composé généralement d'actions et d'obligations, qui est remboursable à l'unité pendant une certaine période.

<sup>21</sup> Le CAC 40 est le principal indice boursier de la place de Paris.

<sup>22</sup> Article sur le blog Nalo.FR disponible sur <https://blog.nalo.fr/etf-trackers-fonds-indiciels/> consulté le (6/2/2021)

un indice, par exemple un indice de référence boursier tel que le SP500<sup>23</sup>, et d'investir dans les titres qui composent cet indice.

### **B. ETF gérés activement**

Ceux-ci ne recherchent plus à se baser sur un indice mais bien à atteindre un certain objectif de placement prédéterminé. Pour ce faire ; ils investissent dans des portefeuilles comprenant des titres, des obligations et d'autres actifs. Dans ce cas ; un conseiller peut gérer de manière active ce fonds, en vendant ou en achetant des composants du portefeuille sur une base journalière, sans tenir compte d'un indice particulier.

### **2.2.5 Fond spéculatif crédit Hedgefunds (CHF)**

#### **2.2.5.1 Présentation**

Les CHF constituent une sous-partie de l'industrie globale des Hedge Funds ; ils représentent un peu moins d'un tiers de celle-ci. Le terme hedge funds fait référence aux fonds spéculatifs. Ils font partie des piliers de la gestion alternative, au même titre que l'investissement immobilier et que le placement privé (private equity).

Ces fonds utilisent plusieurs stratégies d'investissement, reposant chacune sur des prises de risques élevées et donc des espérances de gains élevées. Un fonds spéculatif utilise, de manière combinée, les produits dérivés, les ventes à découvert et les effets de levier pour atteindre ses objectifs de profit.

Tous les fonds spéculatifs diffèrent les uns des autres, cependant, la plupart génère leurs profits en adoptant une, voire plusieurs stratégies similaires. Nous pouvons distinguer trois types de stratégies qui se présentent comme suit <sup>24</sup>:

- ✓ Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage)
- ✓ Les stratégies dites événementiels (event driven)
- ✓ Les stratégies directionnelles (tactical trading)

#### **2.2.5.2 Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage)**

Qui cherche à tirer parti de différentiels de prix ou de taux qui devraient se réduire, car les titres sur lesquels s'appuie la stratégie sont fortement corrélés et en trouve :

##### **A. Les fonds d'arbitrage sur titre convertible (convertible arbitrage)**

Prendent en général des positions acheteuses sur les obligations convertibles, les actions préférentielles ou les bons de souscription d'une entreprise tout en vendant à découvert les actions ordinaires de l'entreprise.

<sup>23</sup> Le S&P 500 est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses aux États-Unis. L'indice est possédé et géré par Standard & Poor's.

<sup>24</sup> Stratégie des HedgeFund disponible sur <https://www.en-bourse.fr/boursopedia/hedge-fund/> consulté le (5/2/2021)

### **B. Les fonds d'arbitrages sur les marchés obligataires (fixed income arbitrage)**

Les fonds d'arbitrages sur le marché obligataire cherchent à exploiter les petits écarts de prix qui peuvent exister entre des instruments obligataire similaires.

### **C. Les fonds d'arbitrages statistique (equity market neutral)**

Les fonds d'arbitrage statistique recourent à des modèles mathématiques pour essayer de détecter des anomalies des prix.

#### **2.2.5.3 Les stratégies dites événementiels (event drivent)**

Ces stratégies cherchent à profiter d'anomalie de prix résultant d'évènements ponctuels et précis touchant une ou plusieurs sociétés ; telle une opération de fusion acquisition on parle alors « d'arbitrage de fusion » ou une restructuration de dette d'où « l'expression titre en détresse ».

#### **2.2.5.4 Les stratégies directionnelles (tactical trading)**

Les stratégies directionnelles sont fondés sur des idées précises sur le comportement des marchés, les gérants prennent leur position sur la base des tendances des marchés ou des titres<sup>25</sup> :

##### **A. Les fonds global macro**

Les fonds global macro s'appuient sur les fondamentaux économiques pour prendre des positions directionnelles sur les marchés d'actions, de taux, de devise ou de matières premières ;

##### **B. Les fonds long/short equity Hedge**

Les fonds equity hedge combinent des positions acheteuses et vendeuses à découvert pour réduire les risques, contrairement aux fonds communs de placement, ces fonds recourent généralement à l'effet de levier, prennent des positions à découvert et utilisent les dérivés. Certains éliminent le risque du marché et la plupart sont des acheteurs nets (exposition net positive).

##### **C. Coûts et risques spécifique**

Les frais de gestion des Hedge Funds sont typiquement de 2 % des actifs sous gestion auxquels s'ajoutent 20 % sur les profits générés. Toutefois ce standard moyen fluctue nettement selon les conditions de marché et les performances individuelles de chaque fonds. Par exemple, les honoraires du fonds de Steve Cohen, SAC Capital, s'élèvent à 3 % du montant de l'actif sous gestion en plus des 50 % du profit engrangé.<sup>26</sup>

Désormais ; le plus souvent, les fonds spéculatifs actuels n'ont pas pour vocation de couvrir leurs clients contre les fluctuations de prix, bien que cela demeure une stratégie possible. Tout au contraire, les fonds chercheront à exploiter au maximum la volatilité des

<sup>25</sup>Ces stratégies sont également qualifiées d'opportunistes.

<sup>26</sup>Article dans le blog ENBOURSE.

## **Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking**

prix. Cette entreprise de maximisation des profits constitue tout à la fois le plus grand atout et le plus grand risque de la gestion alternative.

Les fonds spéculatifs tendent à être moins diversifiés que les fonds traditionnels, précisément afin de générer un rendement alpha, décorrélé du marché. Investir dans une telle structure requiert également le maintien de ses actifs au sein du fonds durant plusieurs années.

Enfin, l'utilisation d'un effet de levier, parfois excessif, peut conduire à amplifier les gains comme les pertes. Pour toutes ces raisons, les fonds spéculatifs sont en règle générale des véhicules d'investissements plus risqués que les fonds mutuels classiques.

### **2.2.6 Fond de Private Equity-Private Equity Funds (PEFs)**

Les PEFs investissent la plupart du temps directement dans des firmes privées ; même si parfois ils achètent aussi des actions dans certaines firmes publiques afin d'en acquérir un niveau de contrôle spécifique. A l'image de certains CHFs, ils utilisent fréquemment le rachat par endettement de compagnies en difficulté financière.

Cependant, la comparaison avec les CHFs ne va pas plus loin. En effet, tandis que les derniers ne recherchent que des profits liquides à court terme, les PEFs sont quant à eux plus intéressés par le potentiel à long terme des portefeuilles des sociétés dans lesquelles elles investissent. Dès que ces fonds détiennent des parts dans une compagnie, ils recherchent à améliorer cette dernière grâce à des changements managériaux, des expansions, ou d'autres processus permettant d'augmenter sa valeur.

Leur objectif final est donc de revendre les actions qu'ils détiennent au sein de cette compagnie à un prix relativement plus élevé qu'initialement, soit de manière privée, soit via une offre publique initiale.

### **2.2.7 Courtier en valeur- Securities broker dealer**

Un courtier en valeurs fait référence à une personne ou une compagnie qui achète et revend des titres soit pour son propre compte, soit pour celui d'un client. Le fait qu'un courtier en valeurs peut agir dans son propre intérêt permet de le différencier d'un courtier plain vanilla<sup>27</sup>, qui ne peut agir que pour le compte d'un client.

Si le courtier en valeurs joue le rôle de teneur de marché<sup>28</sup> (market maker) pour des titres particuliers, il sera parfois obligé d'acheter les titres mis en vente par le client. En effet ; le rôle d'un teneur de marché est de faciliter la liquidité pour un titre particulier.

---

<sup>27</sup> C'est un terme désignant des emprunts, obligations ou options sans caractère particulier. Il s'agit le plus souvent d'obligation sans aucun risque, garantie ou non par l'Etat. Sur le marché des options, les options dites vanille sont les options les plus couramment utilisées et les plus anciennes, comme le call ou le put. Par la suite, d'autres options ont été créées. Des options plus complexes. Des options exotiques.

<sup>28</sup>Un market maker est un acteur des marchés financiers, généralement un courtier, qui doit s'assurer de la liquidité des titres sur un marché particulier en proposant de manière continue des prix d'achat et de vente pour ces titres.

## **Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking**

À partir de là ; le courtier en valeurs aura le choix entre vendre ces titres à d'autres acheteurs afin de faire un petit profit ou les garder dans son portefeuille privé. Les courtiers en valeurs jouent un rôle très important étant donné qu'ils facilitent la liquidité des marchés et donc, sans eux, les acheteurs et vendeurs auraient du mal à se trouver et les transactions seraient plus difficiles à réaliser.

### **2.2.8 Entités de titrisation- Securitization Entities**

Ces entités seront analysées dans la section 2 du chapitre 2, qui traitera des activités principales Sous-jacentes au Shadow Banking.

### **2.2.9 Garants financiers- Financial Guarantors**

Les garants financiers vendent des assurances permettant à leurs acheteurs d'être couverts, principaux et intérêts compris, dans le cas où leur contrepartie se révèle incapable de les payer. Ces fournisseurs d'assurances, souvent appelés assureurs d'obligations ou assureurs spécialisés, ont vu leurs activités se développer de manière fulgurante durant les quelques années précédant la crise, suite aux demandes d'assurance contre les produits dérivés.

### **2.2.10 Entreprises financières- Finance compagnies**

Ce sont des entreprises qui accordent des prêts à des firmes ou des ménages et qui se financent en émettant des obligations et du papier commercial<sup>29</sup> à court terme, plutôt qu'en prenant des dépôts. La plupart des entreprises financières sont des captives récoltant des fonds qui seront utilisés par la société mère<sup>30</sup>.

Dans un sens encore plus large le Shadow Banking ; peut regrouper d'autres acteurs tels que : les établissements de crédit-conso ou de crédit auto, de micro crédit, les sites de crowd funding (financement participatif), les plateformes de monnaies virtuelles par exemple (bit coins).

### **2.2.11 Financement participatif**

Le financement participatif ou crowd funding ; est un échange de fonds entre individus en dehors des circuits financiers institutionnels, afin de financer un projet via une plateforme en ligne.<sup>31</sup>

En va expliquer brièvement le fonctionnement du financement participatif (crowd funding) :

---

<sup>29</sup> Le papier commercial désigne de façon générale les créances non garanties émises par une entreprise, destinées au financement de l'activité commerciale à court terme (comptes clients, stocks etc.).

<sup>30</sup> Une société mère est une société qui possède une ou plusieurs filiales, c'est-à-dire qui détient plus de 50 % du capital d'autres sociétés.

<sup>31</sup> Article sur le financement participatif disponible sur <https://www.economie.gouv.fr/cedef/financement-participatif> consulté le (2/2/2021)

## Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking

Le crowd funding est organisé au moyen d'une plate-forme sur Internet. Celle-ci met en relation les contributeurs et les porteurs de projet. Voici le déroulement de l'opération<sup>32</sup> :

- Le porteur de projet ouvre un compte sur une plate-forme et décrit avec précision son projet, son mode de financement (don, prêt, récompense, investissement) et le montant désiré ;
- Le contributeur ouvre un compte sur la plate-forme et choisit le montant qu'il souhaite allouer au projet qu'il a choisi. À l'échéance de la durée de financement, deux possibilités se présentent :
- Le montant demandé a été atteint, les comptes des contributeurs sont débités et le porteur de projet reçoit les fonds ;
- Le montant demandé n'a pas été atteint, les comptes des contributeurs ne sont pas débités et le porteur de projet ne reçoit pas les fonds.

### 2.2.12 Les plateformes de monnaies virtuelles

La monnaie virtuelle est une unité de compte n'ayant pas de statut légal, à ce titre ces monnaies ne sont pas régulées par une banque centrale et ne sont pas délivrées par des établissements financiers. Ainsi, elles se distinguent de la monnaie électronique qui est une valeur monétaire.

Pour mieux comprendre cette définition nous allons expliquer comment cette plateforme fonctionne en donnant un exemple connu sous l'appellation de (Bitcoins) :

Les premières monnaies virtuelles sont apparues au milieu des années 1990 (e-gold, liberty reserve)<sup>33</sup>, mais le grand essor est intervenu avec le Bitcoin, créé en 2009 par Satoshi Nakamoto, un nom derrière lequel pourrait se dissimuler un groupe de programmeurs. Depuis, une centaine de monnaies virtuelles auraient été créées avec des succès divers.

Le Bitcoin fournit un bon exemple pour qui cherche à comprendre comment fonctionnent les monnaies virtuelles. Cette monnaie cryptée connaît un succès grandissant. Des annuaires listent les dizaines de milliers de commerçants l'acceptant. Dans certains cas, elle est même convertible en monnaies souveraines. **Voir l'annexe 2.**

Contrairement au dollar ou à l'euro, le Bitcoin n'est pas émis par une Banque centrale. Il utilise le protocole « *Peer to Peer* », soit un échange direct et décentralisé entre internautes, sous forme cryptée. Concrètement, la monnaie virtuelle surgit donc d'un algorithme complexe

---

<sup>32</sup>Article Financement participatif disponible sur <https://levee-de-fonds.ooreka.fr/astuce/voir/301176/financement-participatif-qu-est-ce-que-c-est> consulté le (2/2/2021)

<sup>33</sup>E-gold était une e-devise (devise en or numérique) et le nom de la compagnie qui exploitait cette monnaie. Son ambition fut de mettre en place une monnaie mondiale alternative convertible en or par *Gold & Silver Reserve Inc* disponible sur <https://fr.wikipedia.org/wiki/E-gold> consulté le (4/2/2021)

## Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking

(le minage)<sup>34</sup>. Les transactions sont validées par les ordinateurs connectés au réseau. Il s'agit donc d'un système totalement décentralisé.<sup>35</sup>

### Conclusion

À travers ce premier chapitre ; nous avons essayé d'analyser les différents aspects du **Shadow Banking**, nous nous sommes penchés sur l'histoire de cette finance parallèle et les scandales financiers depuis le 16<sup>ème</sup> siècle, leurs apparitions ; leurs émergences et enfin leurs développements qui est intimement liée à la mondialisation économique. Par la suite ; nous avons consacré une section pour la présentation du **Shadow Banking** et la définition de certaines notions importantes qui nous ont semblé utile pour la bonne compréhension de ce chapitre.

Tous au long de ce chapitre ; nous avons essayé de mettre en lumière ce système encore mal défini. D'une manière générale, nous pouvons dire que le **Shadow Banking** est un secteur parallèle au système bancaire, représentant une menace sur la stabilité financière par lequel transite une grande variété d'acteurs financiers ayant l'opportunité d'effectuer des activités similaires à celle des banques mais sans subir les contraintes réglementaires.

Notre recherche nous a permis d'identifier deux acteurs principaux qui ont participé à la croissance du **Shadow Banking** alors que leurs activités se sont développées, dans un premier temps grâce à certains types d'entités réglementées.

D'abord ; le marché de la titrisation a connu une expansion aux Etats-Unis avec la mise en place de certaines agences gouvernementales. Ensuite ; les opérations de financement de titres se sont multipliées en partie grâce aux fonds du marché monétaire (**MMF**) qui sont également des institutions non bancaires étroitement réglementées.

---

<sup>34</sup> Le protocole ou algorithme de minage Equihash est l'un des nombreux protocoles ou algorithmes de minage qui existent dans le monde minier. Disponible sur <https://academy.bit2me.com/fr/qu%27est-ce-que-l%27algorithme-de-minage-equihash/> consulté le 4/2/2021

<sup>35</sup> Article sur la banque ooreka.com fonctionnement de la monnaie virtuelle, disponible sur <https://banque.ooreka.fr/astuce/voir/480067/monnaie-virtuelle> consulté le (4/2/2021)

### **Introduction**

Le **Shadow Banking** est un système qui fonctionne selon des principes similaires à ceux du système bancaire traditionnel, collectant l'épargne des particuliers et des institutions, puis le transformer en placements de plus long terme. Mais la chaîne d'intermédiation et les instruments utilisés diffèrent.

Dans ce système ; les banques deviennent dépendantes d'autres opérateurs financiers qui leur permettent d'échapper aux règles prudentielles. Ayant choisi de se passer des règles prudentielles, les acteurs du **Shadow Banking** ont développé massivement des opérations repo (repurchase agreement) ainsi l'emprunteur fournit un actif, le collatéral, à son créancier et s'engage à le racheter à une date convenue à l'avance. Si l'emprunteur ne peut rembourser à cette date, le prêteur garde l'actif.

Parallèlement ; les banques effectuent des opérations de titrisation (transformation de regroupements de créances en actifs) et créent de nouveaux « actifs sûrs » utilisables comme collatéral. Elles les vendent à d'autres acteurs par exemple les (Hedge Funds) qui s'en servent en tant que nouvelles collatérales pour emprunter à leur tour.

Les acteurs du **Shadow Banking** ont développé aussi des opérations de titrisation et de prêts et titres afin de limiter les risques de crédit. Le modèle bancaire traditionnel s'est ainsi transformé par la déconsolidation des actifs les plus risqués des bilans, et leur revente sur les marchés financiers par l'intermédiaire d'établissements de crédit.

Bien que ce système soit fonctionnel, il n'est pas infaillible car c'est un système opaque, où l'information n'est pas transparente et où s'affirme la non-traçabilité des risques. Dans ces conditions, les risques de crédit, de liquidités, de même que ceux liés à la transformation d'échéances sont amplifiés ; l'endettement de ce secteur voire pas du tout capitalisé dont la capacité d'absorption des chocs financiers est très limitée. Ainsi après la crise de 2008 plusieurs institutions se sont vues attribuer la responsabilité de la régulation et la sécurisation du **Shadow Banking** tout en conservant les avantages qu'il apporte à l'économie.

Ce deuxième chapitre est organisé en deux sections :

- **Section 1** : Fonctionnement du Shadow Banking ;
- **Section 2** : La sécurisation du Shadow Banking.

### **Section 1 : Fonctionnement du Shadow Banking**

#### **1.1 Le mécanisme du système Shadow Banking**

Le Shadow finance propose les mêmes services et opérations que les banques traditionnelles, alors pour comprendre comment il fonctionne on prend l'exemple d'un citoyen qui a besoin d'un crédit. Généralement, les personnes se tournent vers la banque pour la sécurité qu'elle représente, Mais celle-ci propose un taux d'intérêt disant de 10%.

En parallèle, une entreprise "Global Investment" par exemple qui opère dans l'ombre offre d'une autre part 7%.

Pour le citoyen, il est prévisible qu'il opterait pour le dernier recours car il est beaucoup moins cher. Le premier système fonctionne de la manière suivante:

La banque collecte des dépôts à 2% et prête à 10%, le reliquat qui est de 8% est bien évidemment le profit réalisé.

La première différence ; c'est que le crédit donné au citoyen reste dans le périmètre bancaire c'est à dire ne quitte pas les registres de la banque. Alors que pour l'autre système financier représenté par Global Investment regroupe plusieurs crédits et les sécurise en les transformant en titres tout en leur affectant des notations **par exemple** : AAA 2%, BB 4% ...etc.

Le taux de rémunération est proportionnel au risque encouru qui est représenté par la grille de notation. Ces titres sont mis en vente auprès des investisseurs qui eux, en les achetant mettent à la disposition des organismes tels Global Investment des fonds qui les remettent sur le marché par la distribution des crédits.

La deuxième différence est celle concernant l'implication du gouvernement, Cette dernière se matérialise par des régulations qui agissent en tant que protection en imposant plusieurs mesures telles que l'obligation de garder une somme d'argent dans le compte de la banque qui dépendent fortement du nombre de crédits qu'elle a « Capital Adequacy ». Cette somme d'argent maintient une certaine stabilité de la liquidité en cas de désastre. À l'autre bout, il y n'y a pas de régulations et puisque, pour le cas des USA, ce système dans l'ombre constitue 60% de l'activité du secteur, il ne reste plus à dire que celui-ci constitue un facteur clé de l'économie américaine car il est tenu responsable de plusieurs crédits.

Donc, si ces institutions tombent dans les pommes ceci est équivalent à la perte d'une partie importante de sa capacité à prêter aux gens ce qui va les empêcher de consommer et d'investir, en conséquence la stimulation de l'économie serait au rouge. La situation de ces organismes doit être bien maintenue car si celle-ci laisse voir des difficultés ou des anomalies, les investisseurs ne seront plus tentés d'acheter les titres ce qui empêchera ce système

d'alimenter financièrement les citoyens. C'est pour ces raisons-là que le gouvernement essaie d'encourager les gens à acheter les titres pour relancer l'économie et rajeunir le marché.

Il existe trois sous-systèmes du Shadow finance à savoir:

- Le sous-système sponsorisé par le gouvernement.**
- **Le sous-système interne du Shadow Banking.**
- **Le sous-système externe du Shadow Banking.**

### **a. Le sous-système sponsorisé par le gouvernement**

Celui-ci est sous cette appellation, tout simplement parce qu'il est si important que l'intervention du gouvernement a été nécessaire. Ce type de système a été développé il y'a à peu près 80 ans avec la création des entreprises parrainées par le gouvernement ou GSE en anglais qui sont les initiales de (Government Sponsored entreprises) qui sont composés du système Federal Home Loan Bank en 1932 sous la fameuse appellation Fannie Mae et Freddie Mac. Ces entreprises parrainées par le gouvernement ne se finançaient pas à l'aide des dépôts mais à travers le marché des capitaux.

Ces entités considérées comme des banques de l'ombre dans la mesure où elles ont été impliquées dans les activités bancaires traditionnelles de crédit, de maturité, ou la transformation de liquidités, mais sans pour autant être considérées comme des banques et sans avoir un accès significatif à un prêteur de dernier recours. Parmi ses techniques, on trouve :

- La distribution de prêts à termes d'entreposage fournit aux banques par les FHLB (Federal Home Loan Banks)
- Le transfert du risque de crédit et la transformation par assurance de crédit fournie par Fannie Mae et Freddie Mac;
- Les fonctions de "création pour but de distribution" de titrisations prévues pour les banques par Fannie Mae et Freddie Mac.

### **b. Le sous-système interne du Shadow Banking**

Il est important de souligner le mot interne car celui-ci dévoile et expose le rouage de ce sous-système. Durant les années 80, l'opération principale des grandes banques qui était "créer pour détenir" s'est transformé en "créer pour distribuer".

Le changement qui a été constaté sur le marché bancaire a été inspiré par le processus de sécurisation à la conformité des hypothèques à travers les GSE ce qui s'est étendu vers des formes virtuelles de prêts et arrive enfin à une version perfectionnée de la sécurisation basée sur un processus d'intermédiation de crédit d'ombre.

### **c. Le sous-système externe du Shadow Banking**

Ce dernier sous-système est un réseau global constitué de comptes dits en anglais Balance Sheets avec la création, le stockage et la sécurisation dirigés par les USA et le

financement, la transformation en maturité des crédits structurés dirigés principalement par la Grande Bretagne, d'autres pays d'Europe et des centres de finance offshore.

### **1.2 Les activités du système Shadow Banking**

Les principales activités effectuées au sein du Shadow Banking portent le même risque systémique ; nous pouvons distinguer trois principales activités relatives au Shadow Banking :

#### **1.2.1 La titrisation**

La titrisation constitue l'une des innovations financières internationales la plus importante de ces 20 dernières années ; elle permet de financer le crédit à long terme à savoir les prêts, à l'aide des fonds à court terme tels que les ABCPs. Elle peut avoir un impact positif sur l'économie, notamment lorsqu'elle permet le transfert des risques de crédit à long terme vers des investisseurs non-bancaires qui sont plus aptes à supporter de tels risques.

Cependant, cette opération peut se révéler très dangereuse pour l'économie, comme l'ont souligné les événements de 2007. En effet ; durant la période précédant la crise, beaucoup de transactions de titrisation n'ont pas transféré ces risques de crédit de manière efficiente, ce qui a mené à une concentration de ceux-ci au sein du système financier, au lieu d'une dispersion. Les opérations de titrisation n'étaient pas efficaces par ce que leur but consistait uniquement à contourner les restrictions de Bâle I qui étaient alors en place.

##### **1.2.1.1 Définitions**

La titrisation ou « sécuritization » en anglais ; elle est définie comme étant la procédure par laquelle des créances non liquides sont gardées par leurs détenteurs jusqu'à échéance et qui sont transformées en titres liquides et négociables sur le marché financier.

Cette transformation nécessite le passage à travers une société qui se chargera de convertir des actifs financiers tels que des créances (prêts en cours par exemple), en titres émis sur le marché pour être transféré à des investisseurs. Cette structure juridique est plus connue sous le terme anglo-saxon « Special Purpose Vehicle » (SPV) ou « Fonds Commun de Créance » dans le cas français.

Selon Rives-Lang et Contamine Raymond<sup>36</sup> : « la titrisation est un procédé qui consiste à permettre aux établissements de crédit de placer sur le marché ; par l'intermédiation d'un fond spécialisé, les créances qu'ils détiennent sur leurs clients ».

Quant à BERTREL et JEANTIN ils désignent la titrisation comme<sup>37</sup> : « la transformation des créances figurent à l'actif des établissements de crédit ou de la caisse de dépôts et consignations en titres négociables où ; plus précisément leur cession à un fond commun de créances qui pour se refinancer émet des parts représentatives de ces créances sur le marché organisé et on principe ouvert à tous ».

Dans le cadre d'une opération de titrisation, la banque le (cédant) vend (cède) ses créances au SPV qui se chargera de leur recouvrement. En contrepartie le SPV émet des parts

<sup>36</sup> J-L RIESSLANGE ; M. CONTAMINREA YNAUD, « *Droit bancaire* », Dalloz, 6ème éd, Paris, 1995, P. 654.

<sup>37</sup> J-P BERTREL ; M. JEAMIN, « *Droit de l'ingénierie financière* », LITEC, Paris, 1990, P. 240.

représentatives de ces créances. Ces dernières s'amortissent ; et les flux ainsi générés (intérêt et capital) sont affectés au remboursement et à la rémunération des parts émises par la société de gestion, à ce titre les SPV n'ont pas de compte à rendre ni au constituants ni au bénéficiaire<sup>38</sup>.

### **1.2.1.2 Le fonctionnement**

La titrisation est le processus par lequel des prêts, traditionnellement illiquides, sont regroupés et vendus comme un ensemble sur les marchés de capitaux. Ce processus, avec le financement de gros, constitue la base de l'intermédiation de crédit du Shadow Banking. En effet, la titrisation intervient dans les six premières étapes de ce système d'intermédiation. Nous allons donc réexpliquer cette étape de manière relativement simple mais cette fois en décrivant de manière plus précise les différents acteurs impliqués.

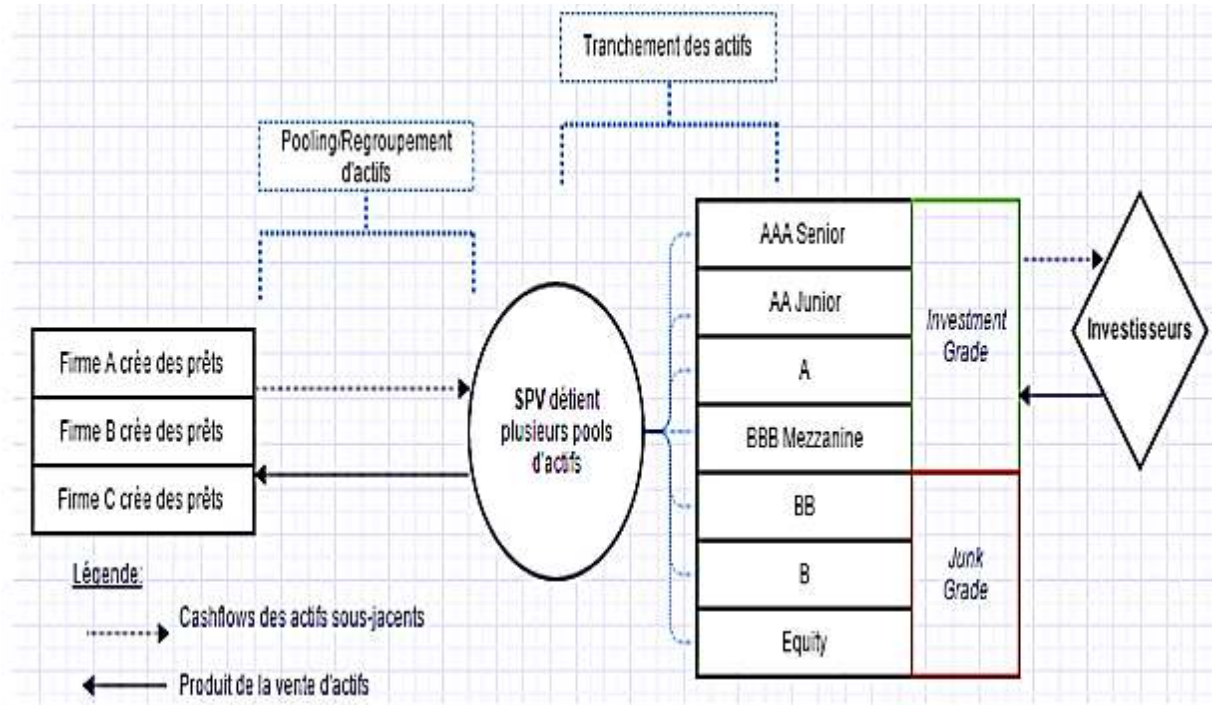
Concrètement, la titrisation consiste à transformer un groupe de prêts en titre, c'est l'essence même de ce processus. Observons comment cette transformation est réalisée sur la figure suivante.

---

<sup>38</sup> S. ARAB, « *La titrisation des créances bancaires* », Mémoire de fin d'étude, ESB, 2008, P 4.

## Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking

Figure4 : Le Processus de base de la titrisation.



**Source :** Fimarkets.

D'abord ; la titrisation implique l'assemblage (pooling) d'un portefeuille d'actifs par une institution financière, appelée cédante. Ces actifs peuvent être de nature financière (prêts immobiliers, prêts aux entreprises, etc.), corporelle (immeubles, camions, etc.) ou incorporelle (brevets, marques, licences, etc.).

Ceux-ci peuvent également prendre la forme de créances (encours de carte de crédit, leasing automobile, etc.) voire de titres résultant d'une opération de titrisation antérieure. De manière générale, les opérations de titrisation portent sur des portefeuilles de créances bancaires, souvent analogues.

Cependant ; l'évolution de l'ingénierie financière a rendu ce système très instable avec la titrisation de portefeuilles de créances douteuses et hétérogènes.

Ensuite ; ces pools d'actifs sont transférés à une entité, appelée également (Special Purpose Vehicle)<sup>39</sup>. Cette dernière, qui est une entreprise juridique distincte et indépendante de l'entreprise cédante, va réaliser la titrisation en émettant les titres négociables. Le produit de ces émissions est utilisé pour l'achat du portefeuille de créances ou d'actifs de l'entreprise

<sup>39</sup>Les Special Purpose Vehicle furent les premières entités juridiques distinctes mises en place ; elles étaient indépendantes des banques et devaient se financer via le marché en émettant des ABCP (Asset-Backed Commercial Paper) ; à la différence des Structured Investment Vehicle qui sont des filiales de banques et se financent auprès de celles-ci.

cédante et les flux financiers attachés à ces créances et actifs permettront de rembourser les créances émises par le SPV, ainsi que de rémunérer les investisseurs.

Le statut juridique du SPV lui permet de protéger les portefeuilles d'actifs qu'il a acquis, soit par cessation, soit par achat, contre le risque de défaut de l'entreprise cédante. C'est-à-dire que si cette dernière fait faillite, ses créanciers n'auront aucun recours sur les actifs détenus par le SPV.

Les titres émis par le SPV peuvent être à court terme Asset-Backed Commercial Paper(ABCP) ou à moyen et long terme Mortgage Backed Security (MBS). Ces titres vont être divisés en différentes tranches avant d'être vendus aux investisseurs. C'est-à-dire qu'au sein du véhicule de titrisation, les titres vont être triés et ceux considérés comme les plus risqués seront rassemblés au sein de la tranche equity. Ceux-ci, avec les titres des tranches B et BB, seront considérés comme ayant une Junk grade, c'est-à-dire qu'ils resteront au sein du véhicule de titrisation et ne seront pas vendus aux investisseurs.

Les autres titres seront répartis entre la senior tranche (AAA) et la mezzanine tranche<sup>40</sup> (AA, A et BBB). Ceux-ci, dotés d'une Investment grade, seront vendus aux investisseurs en échange d'une rémunération continue adossée à ces titres. Plus un titre est considéré comme risqué, plus l'espérance de gain sera élevée.

Ainsi, les titres appartenant aux seniors tranches, sont considérés comme très sûrs, mais ne rapportent pas beaucoup d'intérêts, et inversement pour les titres adossés à la tranche equity.

Ce processus de titrisation peut être répété pour créer des produits de crédit plus structurés. Par exemple, les Collateralized Debt Obligations (CDOs) sont sécurisés la plupart du temps par des ABS. De la même manière, les CDOs sécurisés par des MBS sont appelés des Collateralized Mortgage Obligations (CMOs). De plus, les CDOs peuvent également être sécurisés par d'autres CDOs, on parle alors de CDOs carrés(CDO<sup>2</sup>).

### **1.2.1.3 Les intervenants d'une opération de titrisation**

Une opération de titrisation met en jeu toute une série d'acteurs, ce qui explique qu'à première vue, elle apparaît comme compliquée et qu'elle entraîne des coûts relativement élevés.

Nous comprenons que le « coût d'entrée » ne soit pas négligeable puisque le degré de technicité est important et qu'une telle opération nécessite beaucoup de précision.

Les principales parties qui interviennent dans une transaction de titrisation sont l'établissement cédant, l'émetteur des titres, et les investisseurs..., mais aussi d'autres personnes physiques ou morales interviennent dans la transaction de titrisation et y jouent un rôle non négligeable. Il faut citer, à ce titre : les autorités de marché, Le collecteur des créances, le valorisateur de crédit, les agences de notation et les conseillers juridiques.

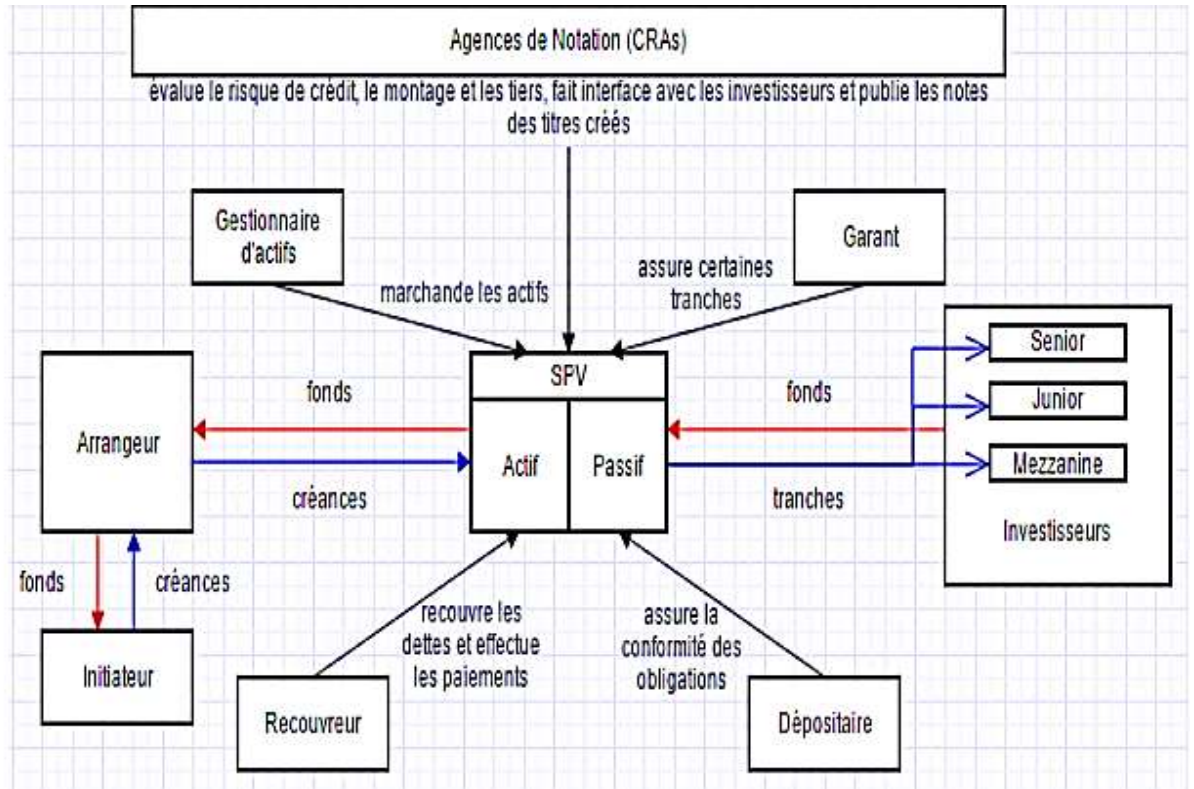
---

<sup>40</sup> Le terme mezzanine vient de l'italien « mezzo », « au milieu ». Il ne s'agit pas d'un financement autonome mais plutôt d'une tranche de financement qui viendra s'intégrer au sein d'autres sources de financement.

## Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking

Nous allons nous baser sur un schéma présenté pour la première fois en janvier 2005 par le Comité sur le Système Financier Global.

Figure 5 : Les différents acteurs intervenant durant le processus de titrisation.



Source : Comité sur le Système Financier Global (2005).

### A. Le cédant

L'établissement cédant est le propriétaire original des créances, autrement dit ; C'est l'établissement qui désire céder ses titres de créances à un Fond Commun de Créances (FCC) pour se refinancer. En droit américain, canadien et anglais, nous l'appelons « originator » littéralement nommé originateur ou encore « sponsor » du fait même qu'il est l'initiateur de l'opération de titrisation. Son rôle est de sélectionner les créances titrisables et de les transférer à ce dernier (le FCC), constitué en général, pour les besoins de l'opération. Il peut toutefois garder la responsabilité de recouvrer les créances.

« L'originateur » est généralement une banque de dépôt, une caisse d'épargne, ou un établissement de crédit spécialisé, voir une société ou une entreprise. C'est-à-dire ; un établissement de crédit et non pas exclusivement des banques. Dans la plupart des pays, les autorités de surveillance établissent la liste des types d'établissements qui sont autorisés à pratiquer les opérations de titrisation. Aux Etats-Unis ; par exemple, outre les institutions financières, les grandes firmes commerciales, telles que "Sears", "General Motors", "Chrysler", ou autres, qui produisent beaucoup de crédits, sont habilitées à céder leurs créances pour titrisation.

### **B. Agence de notation (Crédit Rating Agencies)**

Les CRAs notent les nouveaux titres créés au sein des véhicules de titrisation cette intervention est indispensable au bon fonctionnement de la titrisation car le SPV rassemble différents actifs pour former un seul titre, les investisseurs ont donc besoin que ce nouveau titre soit évalué par une CRA pour déterminer s'ils souhaitent l'intégrer à leur portefeuille d'investissement.

Avec le développement des techniques de plus en plus poussées de titrisation, tels que les CDOs carrés, le rôle des CRAs est devenu encore plus significatif. Il faut savoir que les agences de notation se basent uniquement sur le risque de crédit, c'est-à-dire que les investisseurs doivent évaluer eux-mêmes le risque de change, de taux d'intérêt et de liquidité s'ils décident d'acheter des titres adossés à des actifs.

Chaque agence de notation dispose de sa propre échelle de cotation<sup>41</sup> mais le principe est d'accorder une note allant de A à D. Un titre recevant une note AAA oppose un très faible risque de crédit alors qu'un titre obtenant une note DDD peut être considéré comme « pourri » car l'investisseur n'a quasi aucune chance d'être remboursé (Brand, 2008).

### **C. Gestionnaire d'actif (Asset Manager)**

Il s'occupe d'assembler les différents actifs en pool et par la suite gère la négociation des collatéraux.

### **D. Garant (Financial Guarantor)**

Le garant est également appelé le monoline, à savoir le rehausseur de crédit<sup>42</sup>. Les monolines offrent des couvertures d'assurances aux produits titrisés, contre le risque de crédit.

### **E. Arrangeur (Arranger)**

Il est essentiel au processus de titrisation puisque c'est lui qui va créer le véhicule de titrisation et choisir, parmi les créances proposées par le cédant, celles qui feront partie de l'actif du SPV. C'est lui qui s'occupe de gérer les activités effectuées au sein du véhicule de titrisation, à savoir l'émission des titres et le découpage en tranches de ceux-ci.

Le rôle de l'arrangeur est donc central étant donné que tout l'intérêt de la titrisation tourne autour de l'opération de tranchement, son travail se conclut par la notation des différentes tranches, étape durant laquelle une ou plusieurs CRAs lui apporteront leur aide en lui indiquant les caractéristiques à retenir, ainsi que les conditions qui doivent être remplies pour que la tranche reçoive la notation correspondant aux attentes du sponsor et des investisseurs.

### **F. Oroginateur (Originator)**

L'originateur vend ses créances à l'arrangeur afin d'alléger son bilan pour se soustraire à certaines exigences de fonds propres et d'obtenir des fonds lui permettant par exemple d'effectuer d'autres prêts.

---

<sup>41</sup> Un exemple générique est présenté en **Annexe 3**.

<sup>42</sup>Rehausseur de crédit : ce sont des organismes chargés de garantir des emprunts.

C'est à partir de lui que débute à proprement parler le processus de titrisation. Il conçoit aussi les propositions de crédit et les structures financières des sociétés clientes de la banque d'affaires.

Il conseille les clients de son portefeuille sur leur stratégie de financement et de gestion de dette, des émissions obligataires jusqu'à l'émission de produits dérivés ou de produits hybrides de haut de bilan<sup>43</sup>.

### **G. Fond commun de créances (Special Purpose Vehicle-SPV)**

C'est une entité distincte de l'originateur qui va être dirigée par l'arrangeur, afin de transformer les différents groupes de créances ou d'autres engagements en titre.

### **H. Recouvreur (Servicer)**

Le recouvreur collecte les différents paiements des investisseurs, dans la plupart des cas, le recouvreur est l'originateur lui-même, mais ce dernier peut faire appel à une tierce partie pour effectuer la collecte à sa place.

### **I. Dépositaire (Trustee)**

Le dépositaire supervise la distribution aux investisseurs des différents flux liés aux différents titres et surveille également la conformité de ces paiements aux conditions agréées lors de la signature de l'accord de vente.

### **J. Investisseur (Investor)**

Les investisseurs achètent les nouveaux titres créés afin de réaliser certains objectifs qui leur sont spécifiques, par exemple, certains investisseurs vont vouloir acheter certains titres afin de les vendre à un autre fonds commun de créances qui cherche à effectuer des titrisations de groupements de titres similaires. D'autres encore pourraient vouloir avoir une exposition risquée à un certain secteur parce qu'ils estiment que ces risques leur rapporteront plus.

Les investisseurs dans les fonds communs de créances sont donc de nature très diverse et peuvent être par exemple des fonds de pension, cherchant des investissements peu risqués, ou des fonds spéculatifs, au contraire à la recherche d'investissements à risque.

#### **1.2.1.4 Risques posé par la titrisation**

Malgré les avantages que semblerait apporter ce processus aux acteurs qui y participent, la crise a dévoilé certaines failles fondamentales de la titrisation. En effet, ce processus, au lieu de répartir les risques, a directement participé à la mise en place du Shadow Banking qui est un système risqué et instable.

De plus, la corrélation entre les risques que comportaient les obligations titrisées a été totalement ignorée ce qui a donc mené à une accumulation des tail risks<sup>44</sup>, c'est-à-dire des

---

<sup>43</sup> Article, sur ABC BOURSE disponible sur [https://www.abcbourse.com/apprendre/20\\_originateur.html](https://www.abcbourse.com/apprendre/20_originateur.html) consulté le (12/02/2021)

risques énormes mais qui ont peu de chances de se réaliser (Institut de la Finance Internationale, 2012).

Ce processus devait à la base permettre un transfert de crédits, de manière assez simple, d'une banque à un investisseur mieux qualifié pour supporter de tels risques.

Cependant, au fil des années, la titrisation a vu se développer en son sein des méthodes et des instruments de plus en plus complexes, à tel point que les investisseurs finaux devaient uniquement se fier aux agences de notation lors de leurs décisions stratégiques.

Ces dernières accordaient la plupart du temps de très bonnes notes (AAA) à ces produits structurés complexes, en ignorant totalement les risques à faible probabilité qu'ils contenaient, et des investissements qui paraissaient sans danger se sont finalement révélés très risqués.

Finalement, ce processus a donc entraîné la mise en place d'interconnexions importantes dans l'ensemble du système financier et la crise a mis en lumière les effets dévastateurs du phénomène de propagation (spillover).

Aujourd'hui, après une diminution énorme de ses activités pendant les années postérieures à la crise, la titrisation bénéficie d'un regain d'intérêt mais est sujette à une régulation stricte.

### **1.2.2 Repos (repurchase agreement)**

Lorsque le terme repo est utilisé, nous faisons référence à la contraction, en anglais de (repurchase agreement). En français, le terme de vigueur est (pension livrée).

Concrètement, un repo consiste en la vente de titres, avec l'engagement de les racheter à une date future, fixée à l'avance. Cet accord représente donc un prêt collatéralisé : l'acheteur donne de l'argent en échange de titres – qui constituent le collatéral – qu'il pourra vendre si le vendeur ne tient pas ses engagements. Dans le cas contraire, il récupère son argent avec les intérêts, et rend les titres au vendeur initial.

Les repos sont donc une source de financement importante dans le Shadow Banking, où le collatéral peut prendre de nombreuses formes (titres du trésor, instruments des fonds monétaires, MBS, actions, etc.).

Dans le Shadow Banking, les marchés de repos sont indispensables pour pourvoir aux besoins en financement d'institutions financières telles que les banques, les courtiers en valeurs et les sociétés de gestion d'actifs. Du côté des prêteurs, les repos sont une formidable opportunité d'investissement pour les fonds du marché monétaire, les fonds spéculatifs, les compagnies d'assurances et les fonds de pension.

---

<sup>44</sup>Un événement de risque extrême se produit lorsque la valeur d'investissement s'écarte de sa moyenne de plus de trois écarts types. Disponible sur <https://translate.google.com/translate?hl=fr&sl=en&u=https://currency.com/tail-risk-definition&prev=search&pto=aue> (consulté le 12/02/2021)

### **1.2.2.1 Définition**

Il est utilisé pour le refinancement des banques auprès de la Banque Centrale. Il s'agit donc d'un mécanisme traditionnel d'accès à la liquidité Banque Centrale pour les banques. La différence réside dans le fait que dorénavant ce système n'est plus l'apanage des banques mais qu'il implique aussi des acteurs non bancaires : assurance, Hedge Funds, broker-dealers et fonds mutuels.

La transaction peut être bilatérale en mettant directement en relation les détenteurs de liquidités et les détenteurs de titres de bonne qualité, ou tripartite en faisant intervenir un médiateur, généralement un broker-dealer (un courtier).

### **1.2.2.2 Les types de repos**

Le FSB (2012) distingue 4 types de repos, suivant les intervenants et les mobiles de l'échange<sup>45</sup> :

#### **A. Le prêt de titres détenus par les investisseurs institutionnels (assurances, fonds de retraite, OPCVM) aux banques et aux brokers dealers**

Les banques et les brokers-dealers sont ici les emprunteurs à court terme de titres. Les mobiles de leur emprunt peuvent être propres (couverture à court terme de leurs activités de trading en compte propre ou teneur de compte) ou en réponse aux demandes de leurs clients. L'emprunteur peut aussi être la recherche d'un collatéral qui lui permette d'emprunter des liquidités dans un prêt collatéralisé.

#### **B. Le financement du levier et le prêt temporaire de titres destinés aux Hedge Funds**

Le deuxième type de repo concerne spécifiquement les fonds d'investissements utilisant le levier et qui nouent pour cela des relations privilégiées avec les broker-dealers et les prime-brokers (filiale de banque offrant les services de courtage et de prêt). Ces derniers leur fournissent titres et prêt. Les Hedge Funds peuvent réutiliser les titres pour des prêts collatéralisés.

#### **C. Le besoin de collatéral de haute qualité (à l'origine exclusivement les obligations d'Etat) émanant de banques ou de brokers dealers**

Ce troisième type est similaire au premier à ceci près qu'il n'implique que des banques et des brokers dealers entre eux. Les transactions sont principalement à l'échéance du jour au lendemain. On qualifie ces opérations de reverse repo, en cela qu'habituellement les banques sont détentrices de titres et recherchent de la liquidité et non l'inverse.

#### **D. Le refinancement des banques et des brokers dealers**

---

<sup>45</sup>Yamina Tadjeddine, Op.cit., disponible sur [https://www.researchgate.net/publication/311515422\\_Le\\_shadow\\_banking](https://www.researchgate.net/publication/311515422_Le_shadow_banking) (consulté le 12/02/2021)

Enfin, le quatrième type concerne l'emprunt de liquidités auprès d'entités qui en détiennent –banques commerciales, OPCVM monétaires notamment- par des organisations financières –broker dealers, SPV, banques, trader détenant des titres.

Ces titres peuvent être des obligations d'Etat, des obligations de sociétés, des actions, des titres monétaires mais aussi des produits structurés (ABS avant la crise).

Ces transactions sont principalement de court terme mais on assiste depuis peu en Europe à des échanges sur des horizons plus longs. Cette opération est le repo historique.

### **1.2.2.3 Caractéristique**

Il existe trois types de la maturité pour les repos :

Over night (d'une nuit), à terme ou ouverte. La première comme son nom l'indique, est une maturité d'un jour. C'est-à-dire que si une personne vend ses titres en échange d'argent, elle devra rembourser cet argent ; plus les intérêts dès le lendemain ; si elle désire récupérer ses titres il est important de noter que pour encourager l'emprunteur à tenir ses engagements, la valeur nominative des titres qu'il va vendre sera en général supérieure à la valeur de l'argent qu'il va recevoir.

Cette différence est appelée une coupe (haircut). Ensuite, la maturité à terme signifie simplement qu'elle est fixée à une certaine date, elle varie entre deux jours et plusieurs années. Finalement la maturité ouverte stipule qu'aucune date de remboursement n'est spécifier chacune des deux parties pouvant décider à un moment donné de rompre le contrat (IFI, 2012).

Concernant la forme que peut prendre la transaction de repos, il en existe trois différentes :

Livraison spécifiée, tri-partite<sup>46</sup> ou en garde à vue. La première nécessite la livraison d'une obligation spécifique de l'emprunteur au prêteur au début et du prêteur à l'emprunteur à l'échéance. Cela consiste en la forme principale des transactions de repos.

La tri-partite requièrent l'intervention d'une tierce partie souvent une banque dépositaire, qui va jouer le rôle d'intermédiaire entre les deux autres parties, en gardant les titres spécifiés dans l'accord, et en s'assurant du bon déroulement de la transaction.

Finalement, il existe également la forme en garde à vue. Au cours de cette opération particulière l'emprunteur reçoit de l'argent en échange des titres jouant le rôle de collatéral, mais il ne transfère pas ces derniers au prêteur, il est garde dans ses propres comptes.

Ces types de repos sont par exemple offerts lorsque le collatéral est difficile à déplacer, compte tenu de sa nature physique ou de sa trop petite taille.

L'emprunteur peut accepter ces opérations étant donné que la plupart du temps, il reçoit des intérêts plus élevés, et qu'on cas de liquidation de l'emprunteur, il aura la priorité sur la revendication de ce collatéral.

---

<sup>46</sup>Qui concerne trois parties, qui associent trois États, trois partis politiques : Accord tripartite. Disponible sur <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/tripartite/79735> (consulter le 13/02/2021).

### **1.2.2.4 Risques posés par les repos**

Pour commencer, il existe le risque d'une mauvaise évaluation du collatéral, qui pourrait avoir des conséquences néfastes sur le système financier traditionnel. Par exemple, lorsque la valeur réelle du collatéral change, ce changement n'est pas reflété par le haircut<sup>47</sup>, qui reste le même du début à la fin.

Donc, si une diminution brutale de valeur du collatéral se produit, à tel point que la valeur de celle-ci devienne inférieure au coût du remboursement du prêt, l'emprunteur peut décider de ne pas tenir ses engagements.

Lors de telles circonstances, les institutions qui ont fourni de la liquidité se voient contraintes de revendre ce collatéral à une valeur inférieure à leur prêt, et leurs pertes peuvent être significatives. Ce fut le cas durant la crise avec la diminution soudaine des valeurs des RMBS qui constituaient une part significative des collatéraux utilisés dans les transactions de repos.

Ensuite, le véritable risque potentiel des repos provient de leurs interconnexions avec le système financier global. En effet, une grande variété d'institutions financières, bancaires ou pas, se financent grâce au marché des repos.

Donc, n'importe quel changement soudain relatif à une obligation éligible comme collatéral pourrait menacer la stabilité du système financier dans son ensemble. En effet, si une certaine incertitude se développe autour de titres particuliers par exemple, les prêteurs peuvent décider d'exclure ceux-ci de leurs transactions, dans quel cas les détenteurs de ces titres spécifiques se retrouveront dans des conditions de tension car ils perdront une source importante de financement. Cela peut donc mener à une diminution significative des activités de financement fondées sur le marché et menacer la stabilité du système financier global.

### **1.2.3 Prêts de titres**

Les prêts de titres sont des opérations de financement de titre, comme les repos et à l'image de ceux-ci elles ont eu un rôle non négociable durant la crise. C'est donc une pratique de marché consistant à transférer temporairement un titre d'un prêteur vers un emprunteur, ce dernier étant obligé de rendre ce titre spécifique, ou un autre titre de même valeur, à une date d'échéance fixée ou sur demande de prêteur.

Les opérations permettent d'augmenter la liquidité sur le marché et offrent par exemple à certaines institutions l'opportunité de combler mes besoins à court terme de leurs clients, ce qui augmente donc l'efficacité des marchés. Par exemple si une institution fait face à une large demande à court terme de ses clients vis-à-vis d'un type spécifique de titre, celle-ci va pouvoir en emprunter un certain nombre pour combler cette demande. Elle bénéficiera donc

---

<sup>47</sup> Un haircut, ou *décote* en français, est la différence entre la valeur de marché d'un actif et la valeur attribuée à cet actif lorsqu'il est utilisé comme garantie d'un prêt. Disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/h/haircut.asp> (consulté le 13/02/2021)

de plus de temps pour ensuite rassembler les titres nécessaires et finalement les rendre, avec intérêt, à l'institution qui lui a prêté.

### **1.2.3.1 Définition**

Choudhry (2010) définit le prêt de titres comme la mise à disposition précaire de titres financiers à autrui. En échange des titres lui étant prêtés, outre le paiement d'un intérêt, l'emprunteur a la charge fournir un collatéral afin de garantir le prêt visé.

En ce qui concerne le transfert de propriété, plusieurs visions s'opposent. Selon Choudhry (2010), au contraire du repo, il ne s'agit pas d'une convention de vente et de rachat postérieur mais d'un contrat de prêt n'impliquant par définition pas de transfert de propriété. Par contre ; Leroux & Guertin (2001) affirment qu'à l'instar des opérations de repo, le prêt de titres implique bel et bien un transfert de propriété.

Considérant la doctrine majoritaire et l'application pratique au sein de l'Union Européenne, nous nous rallions à cette seconde vision.<sup>48</sup>

### **1.2.3.2 Fonctionnement**

La physiologie de ces opérations est assez simple : il y a un transfert de titres (actions ou obligations) à une tierce partie et l'emprunteur va donner en échange un collatéral sous la forme d'actions, d'obligations, ou de cash<sup>49</sup>.

Chaque mois, l'emprunteur va payer une commission pour son prêt et lorsque le prêteur le décide, ou à la date d'échéance fixée, il va devoir rendre les titres empruntés, ou d'autres titres de même valeur. L'emprunteur va également devoir transférer au prêteur tous les paiements de dividendes et/ou d'intérêts liés aux titres qui surviennent durant cette période de prêt.

Donc, le prêteur va conserver les droits liés aux titres qu'il transfère mais cependant, s'il désire continuer à posséder le droit de vote pour une action prêtée, certains arrangements spéciaux devront être mis en place. La figure4 illustre les acteurs impliqués dans cette opération.

La figure démontre vite que le fonctionnement des prêts de titres est fort similaire aux opérations de repos: un prêt est effectué en échange d'un collatéral, ce prêt doit être remboursé à la demande du propriétaire et le tout est effectué sur les marchés de titres. Cependant, il existe deux différences fondamentales entre ces opérations.

D'abord ; nous parlerons de l'objectif de la transaction. En effet, le principal objectif des repos est l'emprunt de liquidités tandis que l'emprunt des titres peut être motivé par une variété de raisons, par exemple pour répondre à une demande importante de la clientèle ou encore effectuer une vente à découvert (emprunt du titre pour le vendre directement, en espérant le racheter par après à un prix plus faible).

---

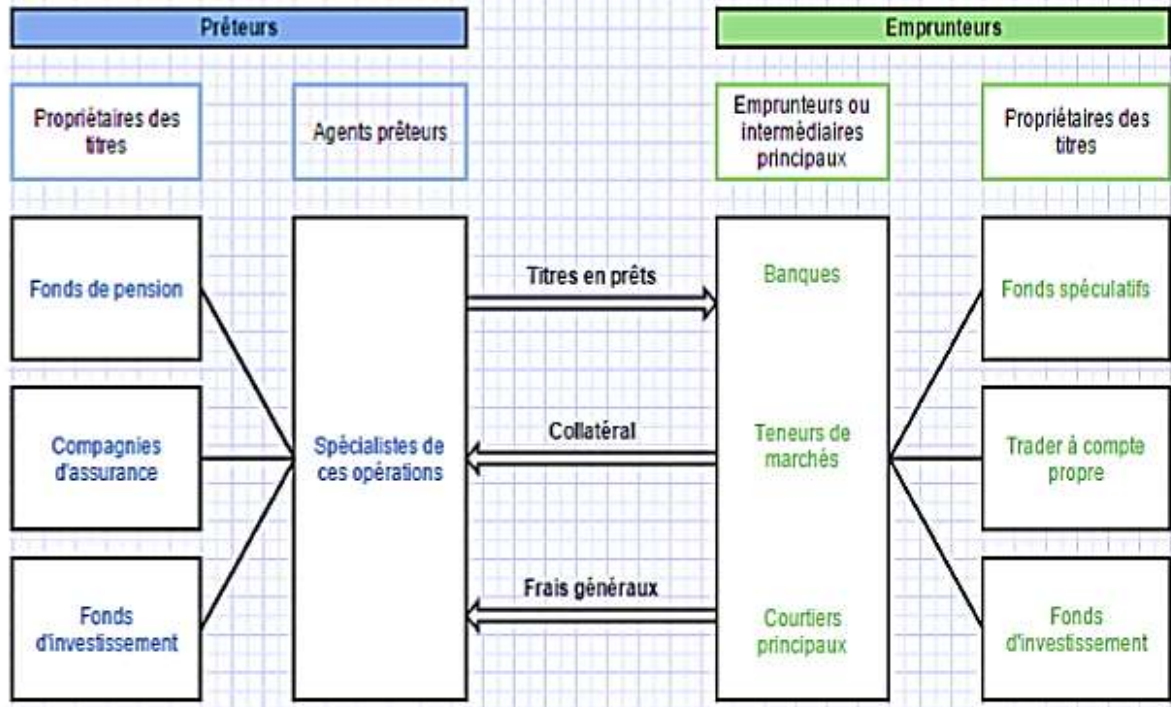
<sup>48</sup>Khalid, Hamdaoui. Op.cit

<sup>49</sup>Les prêts de titres en échange d'un collatéral en cash ressemblent beaucoup aux opérations de repos.

## Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking

Ensuite ; la seconde différence provient de la structure de la transaction. Les opérations de prêts de titres sont plus flexibles parce qu'il n'y a généralement pas de date fixée de remboursement et le changement de propriété effective n'a pas lieu (IFI, 2012).

Figure 6 : Processus de base des opérations des prêts de titres.



Source : L'institut de la Finance Internationale (2012).

### 1.2.3.3 Risques posés par les prêts et titres

Les risques posés par ces opérations sont similaires aux risques posés par les repos. En effet, une mauvaise technique d'évaluation du collatéral pourrait avoir un impact négatif sur l'ensemble du système financier.

De plus, les prêts de titres augmentent les interconnexions entre les différents acteurs du Shadow Banking et du système bancaire régulé. Par exemple, en 2008, la réduction des titres disponibles pour les prêts a mené à une réduction des activités de tenue du marché (market making), ce qui a causé des pertes pour les acteurs impliqués dans ces opérations.

Finalement, ces participants ont décidé de réduire, voire d'arrêter totalement leur activité dans ces marchés, ce qui a conduit à la chute significative des activités de prêts de titres à l'automne 2008.

Cette situation a donc contribué aux perturbations dans le marché de liquidité et a aggravé les problèmes de financement des institutions financières.

Durant les périodes de tensions, les interconnexions provenant de ces opérations de prêts de titres peuvent donc constituer de sérieuses menaces à la stabilité financière globale. (IFI, 2012)

### **1.2.4 Avantages du Shadow Banking**

Le Shadow Banking s'est développé rapidement, à l'écart de toute régulation prudentielle, pour de nombreuses raisons. Cette croissance s'explique forcément par les avantages qu'en retirent les participants dans les activités du Shadow Banking. Nous allons donc expliquer ici les bénéfices dont profitent (ou espèrent profiter) les acteurs dans les trois principales activités du Shadow Banking.

#### **1.2.4.1 Avantages de la titrisation**

##### **A. Avantages pour les acteurs impliqués**

Ce processus, qui a initialement été mis en place pour permettre aux agences gouvernementales d'augmenter la liquidité sur les marchés immobiliers, s'est vite propagé parmi l'ensemble des acteurs du système financier, et ce pour plusieurs raisons, identifiées par Gomez (2010):

- Les créances sont transférées hors bilan et remplacées par un équivalent monétaire. Cela permet donc aux banques de se soustraire aux exigences de fonds propres et de profiter d'opportunités d'arbitrage réglementaire;
- L'originateur peut directement collecter des fonds en vendant ses créances, sans attendre les paiements de la contrepartie correspondante afin, par exemple, de proposer de nouveaux prêts;
- Les titres provenant de la titrisation sont mieux notés par les agences de notation, ce qui réduit donc le coût de financement des originateurs comparé à la finance traditionnelle;
- Lors de structures non-renouvelables et de celles avec des créances à taux d'intérêt fixes, la titrisation facilite l'appariement entre l'actif et le passif correspondant, ce qui élimine donc le besoin de couverture (hedging). L'appariement consiste à planifier les entrées et les sorties monétaires de manière à ce qu'elles se coordonnent;
- La titrisation permet aux investisseurs d'adopter des stratégies plus adaptées à leurs besoins, en investissant dans de nouveaux produits qui ont des structures de paiements qui leur conviennent mieux. Par exemple pour un fonds de pension qui peut investir de cette manière dans un pool de créances à long terme, 'presque 'sans risques.

##### **B. Avantages pour l'économie**

La titrisation, lorsqu'elle est bien encadrée, peut avoir d'importants bénéfices pour le système financier global. En voici quelques-uns (Gomez, 2010):

- **Facilite la création de marchés de créances financières**

En créant des titres négociables à partir de créances financières, la titrisation permet la constitution de nouveaux marchés sans lesquels celles-ci resteraient de simples transactions bilatérales. De cette façon, la titrisation rend les marchés plus efficaces en réduisant les coûts de transaction ;

- **Dispense la détention des actifs financiers**

L'objectif de base de la titrisation est de répandre les actifs financiers parmi les plus grands nombres d'acteurs possibles ;

- **Encourage les économies**

La titrisation rend les créances financières disponibles pour les investisseurs non-initiés qui peuvent donc investir à des taux attractifs ;

- **Diversifie le risque**

Les risques des créances sont répartis parmi un grand nombre d'investisseurs qui sont plus qualifiés que les originateurs pour les porter. C'est le fameux transfert du risque de crédit qui, sous une régulation adéquate, améliore l'efficacité des marchés et du système financier global.

### **1.2.4.2 Avantage des repos**

#### **A. Avantages pour les acteurs impliqués**

Pour les courtiers en valeurs, qui représentent la majorité des emprunteurs d'argent via les repos, ces opérations permettent un emprunt à faible coût grâce auquel ils pourront mettre en œuvre leur stratégie d'investissement.

Du côté des prêteurs, nous retrouvons principalement les fonds du marché monétaires, les compagnies d'assurances et d'autres compagnies qui possèdent des excédents de liquidités.

Le marché des repos leur permet donc d'investir ces liquidités à des taux beaucoup plus avantageux que ceux proposés par d'autres instruments à court terme. Nous avons dressé une liste non exhaustive des avantages principaux des repos pour les différents acheteurs, identifiés par Thiessenhusen (2014):

- **Moyen de financement efficient**

La nature sécurisée des transactions réduit les risques de contrepartie et permet donc l'accès au marché monétaire professionnel à un plus grand nombre de participants. De plus, les investisseurs réticents à la prise de risque peuvent utiliser le marché des repos pour placer leur excès de liquidités en échange de titres de grande qualité;

- **Transparence**

Ce marché bénéficie d'une transparence excellente, les informations sur les prix de repos sont facilement accessibles;

- **Rendements plus élevés**

Les repos ont, depuis leur existence, toujours offert des taux plus avantageux que les autres instruments à court terme du marché financier;

- **Augmentation de liquidités**

Les repos fournissent une source efficiente de financement peu coûteux et liquide;

- **Instrument multi usage**

De par leur simplicité et leur flexibilité, les repos sont utilisés pour accomplir de nombreux objectifs différents. Par exemple, ils peuvent être utilisés pour financer les positions longues ou pour couvrir les positions courtes. Ils peuvent également être utilisés soit pour obtenir des liquidités (emprunteur), soit pour obtenir des titres (prêteurs) dont ils ont par exemple besoin pour remplir d'autres obligations contractuelles.

### **B. Avantages pour l'économie**

En plus de permettre l'augmentation de liquidité sur les marchés monétaires et d'offrir des sources de financement efficaces, les repos sont également des instruments fortement utilisés par les banques centrales afin d'implémenter leurs politiques monétaires.

Les repos offrent également une certaine flexibilité pour les opérations de gestion de liquidité des banques centrales étant donné qu'elles peuvent être effectuées sans préavis, pendant de courtes périodes, sans avoir besoin de créer de nouveaux billets du trésor ayant des maturités plus courtes que ceux existants.

Ensuite, les repos jouent un rôle important dans le développement des marchés monétaires, sur lesquels les risques de contrepartie sont élevés. En tant qu'instruments collatéralisés, les repos facilitent les prêts interbancaires en minimisant l'exposition au risque de crédit de chaque contrepartie.

Grâce à cela, la dispersion des taux de prêts interbancaires et la segmentation du marché interbancaire sont diminuées. En l'absence de ces prêts sécurisés, le marché interbancaire serait négativement affecté par les limites imposées sur les expositions interbancaires.

#### **1.2.4.3 Avantages des prêts de titres**

##### **A. Avantages pour les acteurs impliqués**

Du côté des emprunteurs, les institutions s'engagent dans des opérations de prêts de titres pour de nombreuses raisons (IFI, 2012):

- **Faciliter l'achat et la vente de titres**

Market Making ; les teneurs du marché doivent se tenir prêts à acheter et vendre des titres de manière continue. Afin de combler la demande d'achat de titres de leurs clients, ils en empruntent également et tiennent un inventaire;

- **Faciliter le règlement des opérations**

Imaginons qu'une institution ait déjà accepté de vendre un titre qu'elle ne possède pas encore et doit recevoir à une date ultérieure. À la date de vente, si elle ne l'a toujours pas reçu, elle peut emprunter celui-ci à un prêteur de titre afin de compléter la transaction et éviter de subir des pénalités. L'opération se terminera lorsqu'elle aura obtenu ce titre, et qu'elle pourra l'envoyer au prêteur de titre comme remboursement;

- **Avoir accès à des collatéraux liquides, de grande qualité**

Les institutions peuvent emprunter des titres liquides et de grande qualité, contre lesquels ils vont échanger un collatéral constitué de titres moins liquides et de moins bonne qualité. Ces transactions sont souvent appelées collateral upgrade trades (transactions d'amélioration du collatéral);

- **Effectuer des stratégies de trading**

Ils peuvent par exemple être empruntés pour être ensuite directement vendus à découvert en espérant profiter d'opportunités d'arbitrage.

De leur côté, les épargnants, qui sont généralement des fonds de pension et des compagnies d'assurances, prêtent leurs titres afin de générer des revenus additionnels sur leurs portefeuilles d'actifs.

### **B. Avantages pour l'économie**

Les avantages économiques des prêts de titres sont similaires aux repos. De plus, les prêts de titres sont des opérations encore plus flexibles que les repos étant donné que généralement, ce sont des opérations ouvertes, sans date d'échéance fixée.

Voici les deux bénéfices fondamentaux pour l'économie des prêts de titres, qui sont étroitement liés aux avantages que retirent les acteurs impliqués dans ces opérations (IFI, 2012):

- **Liquidité du marché**

Les prêts de titres peuvent améliorer la liquidité du marché en réduisant les coûts de transaction et en augmentant la productivité du marché.

Ces opérations peuvent faciliter la collecte de fonds des institutions bancaires et non bancaires grâce à une meilleure détermination des prix et une réduction des volatilités de prix.

Ils permettent également à d'autres investisseurs d'avoir accès aux marchés des titres, ce qui a pour effet d'augmenter la taille et donc la liquidité de ces marchés.

De plus, les prêts de titres permettent de faciliter le règlement des transactions et le market making, ce qui améliore indirectement la liquidité du marché étant donné que cela contribue à des accords efficaces et à une plus grande confiance des investisseurs;

- **Financement pour les banques**

Les banques détiennent des titres dans le but de générer des rendements et parce qu'elles jouent le rôle de teneurs de marché pour leurs clients désireux d'acheter et de vendre

## ***Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking***

des titres. Elles utilisent parfois les titres achetés à leurs clients comme collatéral sur le marché des repos, afin de financer les titres qu'ils souhaitent vendre à d'autres clients.

Cependant, les prêteurs sur le marché des repos, en majeure partie les fonds du marché monétaire, peuvent faire l'objet de certaines restrictions quant au collatéral qu'ils peuvent accepter.

Les prêts de titres permettent donc d'échanger certains titres de moins bonne qualité contre des titres plus liquides et de meilleure qualité, mais de même valeur (voire de valeur inférieure: haircut). Grâce à cela, les banques peuvent avoir accès à une plus grande source de financement sur le marché des repos.

En résumé, grâce à ces opérations, les banques peuvent obtenir un financement à moindre coût et avoir accès à des sources de financement plus diversifiées, ce qui réduit l'impact d'un choc sur l'une de celles-ci, et augmente donc la stabilité de ce marché.

### **Section 2 : La sécurisation du Shadow Banking**

#### **2.1 Conseil de stabilité financière**

##### **2.1.1 Définition**

Le Conseil de Stabilité Financière a pour but de promouvoir la stabilité financière au niveau mondial. Pour ce faire, le CSF identifie les vulnérabilités du système financier et propose des politiques de régulation pour y remédier.

Ce conseil représente les intérêts des membres du G20, mais aussi ceux de l'Espagne, de Singapour, d'Hong-Kong, de la Suisse et des Pays-Bas. Il est également constitué des institutions financières internationales et des organes chargés de la supervision sur une base nationale ainsi qu'internationale (Comité de Bâle, Banque Centrale Européenne, Commission Européenne).

Afin d'élargir son périmètre d'activités, le CSF a mis en place six groupes consultatifs régionaux ayant pour but de renseigner et conseiller plus de 70 pays et juridictions soucieux des effets des politiques qu'ils désirent implémenter.

Le fonctionnement du CSF se caractérise par une procédure automatique composée de trois étapes bien distinctes.

La première étape consiste à identifier les risques systémiques dans le secteur financier. Ensuite, pour chaque risque identifié, le CSF discute et développe des politiques et des mesures ayant pour but de contenir voire éliminer ces risques.

Finalement, le CSF veille à l'implémentation de ces nouvelles mesures et évaluera si elles ont eu l'effet escompté.

### **2.1.2 Le rôle dans la régulation du Shadow Banking**

Lors du sommet de Séoul, les 10 et 11 novembre 2010, les représentants du G20 ont pour la première fois pris de réelles mesures concernant les problèmes relatifs au Shadow Banking.

En effet, lors de ce sommet, le CSF s'est vu confier la mission de renforcer la surveillance et la régulation de ce système. Le 12 avril 2011, celui-ci publie un premier rapport (Shadow Banking : Scoping the Issues) décrivant les différentes étapes qui vont être entreprises afin de pouvoir développer des recommandations permettant de renforcer la surveillance et la régulation du Shadow Banking.

### **2.1.3 Les Cinq groupe de travail du conseil de stabilité financière**

Depuis la publication du premier rapport du CSF en avril 2011, cinq groupes de travail s'occupant chacun d'un domaine particulier du Shadow Banking ont été mis en place. Ces différents groupes de travail sont illustrés par la **figure 7** et possèdent chacun des objectifs à atteindre.

#### **2.1.3.1 Groupe de travail 1 : Interaction des banques traditionnel avec les Shadow Banks**

Ce groupe, qui est supervisé par le Comité de Bâle, est chargé de diminuer les risques liés aux interactions entre les banques et les entités du Shadow Banking. Le CSF lui a attribué les objectifs suivants:

- S'assurer que n'importe quelle Shadow Bank sponsorisée par une banque soit incluse dans le bilan de cette dernière et ce de manière consistante et à niveau international ;
- Augmenter les limites sur la taille et la nature des expositions des banques traditionnelles au Shadow Banking ;
- Réviser les exigences de fonds propres pour les banques exposées aux Shadow Banks pour s'assurer que les risques liés à ces expositions soient capturés de manière adéquate.

#### **2.1.3.2 Groupe de travail 2 : Fond du marché monétaire**

Le groupe de travail numéro 2, d'érigé par l'organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), a reçu un objectif principal : améliorer la réforme réglementaire des fonds du marché monétaire pour réduire leur vulnérabilité aux run et au risque systémique.

#### **2.1.3.3 Groupe de travail 3 : Autres entités du Shadow Banking**

Ce groupe-ci est sous la supervision directe du CSF et doit dans un premier temps évaluer les risques et améliorer la réglementation des autres entités du Shadow Banking d'un point de vue prudentiel.

## Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking

L'objectif principal est donc ici d'évaluer et de diminuer les risques systémiques posés par les entités (autres que les MMFs) et les activités du Shadow Banking.

### 2.1.3.4 Groupe de travail 4 : Titrisation

C'est l'organisation internationale des commissions qui en charge de ce groupe de travail ayant pour objectif d'examiner les différents incitants à la titrisation et de répondre aux questions suivantes :

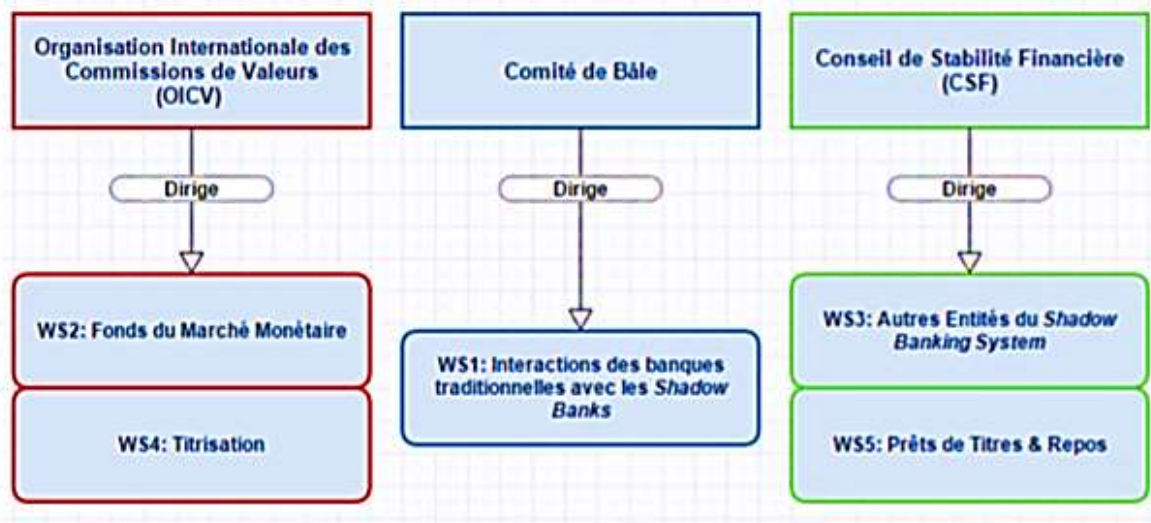
- Comment encourager les fournisseurs de titrisation (originateur, sponsors) à garder une partie des risques transférés lors de cette titrisation (exigences de rétention) ?
- Comment améliorer la transparence et la standardisation des produits titrisés ?

### 2.1.3.5 Groupe de travail 5 : prêts de titre et repos

Le dernier groupe de travail est chargé, sous la supervision du CSF, d'évaluer la réglementation prudentielle des marchés de financement sécurisé, et en particulier les marchés de repos et de prêt de titres.

Il a pour objectif d'atténuer les menaces et la stabilité financière liée aux transactions de financement des titres. Le schéma qui suit va nous présenter les cinq groupes de travail qui sont chargés de la réglementation du Shadow Banking.

Figure 7 : les cinq groupes de travail chargés de la réglementation du Shadow Banking.



Source : Travail du CSF (2011).

## 2.2 Comité de bale sur le contrôle bancaire

### 2.2.1 Définition

Ce comité a été créé en 1974 par les dix principaux pays industrialisés afin de renforcer la solidité du système financier global et améliorer le contrôle prudentiel et la coopération entre les différents régulateurs bancaires. Aujourd'hui ce comité rassemble les superviseurs de 27 pays est d'ériger par le groupe de gouverneurs de banque central et des responsables du

contrôle bancaire. Le comité de balle recherche à renforcer la régulation, la supervision et les pratique des banques à un niveau mondial dans le but de renforcer la stabilité financière.

### **2.2.2 Rôle dans la régulation du Shadow Banking**

Le Comité de Bâle est chargé d'analyser les interconnexions des banques traditionnelles avec les Shadow Banks afin d'identifier les risques de ces relations et de proposer des mesures pour contrôler ces risques. Il est donc en charge du groupe de travail 1 et doit s'assurer que les risques inhérents au Shadow Banking ne se répandent pas sur le système bancaire traditionnel. Depuis la crise, les membres du Comité de Bâle implémentent de nombreuses mesures visant à renforcer la résilience du secteur bancaire contre les risques générés par les Shadow Banks.

Plus spécifiquement, ils ont:

- Augmenter les exigences de fonds propres pour les positions de retitrisation<sup>50</sup> des banques et pour les facilités de liquidités accordées aux véhicules de titrisation ;
- Augmenter les exigences de fonds propres pour les expositions aux institutions financières régulées dont le total des actifs dépasse les \$100 millions, et aux institutions financières non-régulées, quelle que soit leur taille;
- Améliorer le processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres des banques pour les risques de titrisation, de réputation et le support implicite ;
- Améliorer les exigences relatives à la divulgation d'informations concernant la titrisation.

## **2.3 La commission Européenne**

### **2.3.1 Définition**

Sur son site web, la Commission Européenne (site web de la CE, 2015) est définie comme représentant les intérêts de l'Union européenne dans son ensemble. Elle propose de nouvelles législations au Parlement européen et au Conseil de l'Union européenne, et veille à ce que la législation de l'UE soit correctement appliquée par les États membres. Le terme 'Commission' désigne tant les 28 commissaires que l'institution dans sa globalité.

### **2.3.2 Rôle dans la régulation du Shadow Banking**

La Commission Européenne analyse les mesures et les réglementations proposées par le CSF (ce dernier rassemblant également le travail du Comité de Bâle et de l'OICV) et lui donne ses propres recommandations.

En plus de cela, la CE travaille de son côté pour définir concrètement le périmètre des activités liées au Shadow Banking et proposer également certaines mesures permettant de mieux contrôler ce système.

En mars 2012, la Commission Européenne a publié un livre vert sur le Shadow Banking (la Commission utilise le terme français système bancaire parallèle). L'objet

---

<sup>50</sup>La retitrisation consiste à transformer en titre négociable un pool de titres déjà négociables.

principal de ce livre vert est d'expliquer brièvement en quoi consiste ce système, quels en sont les acteurs, les activités, les risques et les avantages.

La Commission invite également le public intéressé à publier des recommandations sur ce livre et sur la manière de réguler ce Shadow Banking. En septembre 2013, elle a ensuite rédigé un communiqué sur le Shadow Banking destiné au Conseil et au Parlement européen dans lequel elle souligne certains domaines auxquels elle accordera à l'avenir une attention particulière telle que la transparence du Shadow Banking, l'encadrement des fonds du marché monétaire ou encore les risques associés aux opérations de cession temporaire de titres.

Finalement, en janvier 2014, la Commission a fait ses premières propositions concrètes de régulation en présentant un règlement destiné à améliorer la transparence des opérations de financement de titres, d'autres structures de financement et de la réaffectation des actifs des clients. Ce règlement met en pratique les recommandations proposées par le CSF, disponibles à l'**annexe4**.

### **2.4 Organisation internationale des commissions de valeur (OICV)**

#### **2.4.1 Définition**

Selon ses statuts (site web de l'OICV, 2015), l'OICV est un organisme international qui rassemble les régulateurs mondiaux des marchés des titres et qui est reconnu comme l'élaborateur de normes globales pour le secteur des titres. Il a donc pour objectif d'assurer la consistance lors de l'implémentation de normes dans le domaine des titres, d'améliorer la protection des investisseurs et également de renforcer la confiance de ces derniers.

#### **2.4.2 Rôle dans la régulation du Shadow Banking**

L'OICV dirige les workstream WS3 et WS5 qui s'occupent de proposer des mesures pour renforcer le contrôle des MMFs et des opérations de titrisation.

##### **A. Recommandation de l'OICV concernant les MMFs**

De nombreuses réformes ont déjà été mises en place afin de renforcer la stabilité des MMFs et de diminuer les risques qu'ils pourraient causer sur le système financier global. Cependant, même si elles ont effectivement réussi à rendre les MMFs plus résilients face à des demandes importantes de remboursement, les investisseurs ont toujours intérêt à demander un remboursement immédiat lorsqu'ils pensent que ces fonds vont subir des pertes. L'OICV a donc publié un rapport contenant une liste de recommandations afin de résoudre les problèmes suivants:

- La fausse impression de sécurité donnée par la valeur liquidative(VL) constante;
- L'avantage du précurseur qui incite les investisseurs à demander un remboursement dès que le fonds montre des signes de difficulté financière;
- L'écart entre la VL constante publiée et la valeur réelle des actifs qui crée des incertitudes du point de vue des investisseurs;

- Le support implicite qui donne également une fausse impression de sécurité aux investisseurs et crée aussi des interconnexions risquées entre les sponsors et les MMFs ;
- L'importance des notations sur lesquelles se basent presque aveuglement les investisseurs et les gestionnaires des fonds.

Cette liste de recommandations a pour objectif de renforcer la stabilité des MMFs, mais c'est avant tout aux autorités concernées d'évaluer quelles sont les réponses appropriées face aux problèmes identifiés dans leur juridiction.

L'OICV propose donc avec cette liste une gamme de mesures politiques que les régulateurs devraient utiliser pour répondre à ces problèmes, et non une liste de règles à appliquer automatiquement à chaque fonds du marché monétaire. Cette liste est disponible à **l'annexe 05**.

### **B. La recommandation de l'OICV concernant la titrisation**

Depuis la crise, une diminution significative des activités a eu lieu sur les marchés de titrisation. Cependant, l'OICV estime qu'il est essentiel de réinstaurer la confiance dans ces marchés qui, comme nous l'avons vu dans la première partie, peuvent jouer un rôle essentiel dans le support de la croissance économique.

Ce comité pense que les bénéfices de la titrisation ne peuvent être réalisés qu'en développant un marché financier sain, qui inspire confiance. Pour cela, les participants du marché devront avoir accès aux informations leur permettant d'avoir une compréhension globale des instruments et des risques associés aux opérations de titrisation.

L'OICV a donc publié un rapport contenant une liste de recommandations, disponible à **l'annexe 06**, dont l'objectif est de renforcer la confiance dans des marchés de titrisation stables, d'améliorer la prévention d'effets de levier excessifs dans le marché financier et de minimiser les différences potentielles dans les approches réglementaires des différentes juridictions.

### **Conclusion**

Grâce aux volontés de nombreuses politiques de libéralisation financière qui ont été autrefois menées dans la plupart des pays développés afin de permettre la déréglementation et la libéralisation des marchés financiers ont permis le développement et l'émergence du **Shadow Banking** depuis 1980.

Ce système qui est porteur de bénéfices à l'économie est aussi risqué et dangereux, comme nous l'avons vu dans la première partie les activités principales du **Shadow Banking** comportent des risques car leur processus entraîne la mise en place d'interconnexions importantes dans l'ensemble du système financier. En effet, une grande variété d'institutions financières, bancaires ou pas, se financent grâce au marché des repos, des titres et prêts.

Ainsi ; si une certaine incertitude se développe autour de titres particuliers peut mener à une diminution significative des activités de financement fondées sur le marché et menacer la stabilité du système financier global. La nature opaque et complexe de ce système et des instruments y étant échangés constitue des vulnérabilités étant donné qu'en période de tension financière, les investisseurs tendent à récupérer leurs investissements afin de les placer dans des méthodes plus sûres.

Depuis la crise de 2008 ; la commission de stabilité financière épaulé par d'autres commissions tels que la commission européenne et le comité de Bâle et l'OICV se sont vu attribuer la tâche d'analyser les interconnexions des banques traditionnelles avec les Shadow Banks pour identifier les risques de ces relations et de proposer des mesures et des réglementations pour contrôler ces risques et de réguler et de rendre plus sur le **Shadow Banking**.

L'élaboration et la mise en place de réglementations appropriées prennent autant de temps, en effet ; ce système est complètement opaque et la réglementation s'applique aux activités opérées en son sein et non sur les entités qui y opèrent, ce qui rend la collecte de données nécessaires relativement complexe. De plus ; le **Shadow Banking** s'est développé en profitant des opportunités d'arbitrage qui se créaient à cause d'une régulation trop sévère sur le secteur bancaire traditionnel.

### **Introduction**

Le système financier joue un rôle essentiel pour alimenter l'expansion de la Chine, qui est devenue la deuxième puissance économique dans le monde et qui devrait finir par dépasser les États-Unis. Pourtant, le système financier chinois est beaucoup moins compris que celui de l'Amérique ou de l'Europe.

Cependant ; le système financier chinois est particulièrement difficile à analyser car il est très opaque et en évolution permanente. Ce dernier a connu des changements majeurs dans la réglementation ; la structure et le fonctionnement de la finance et cela durant chaque décennie, ce qui correspond aux changements rapides dans le développement économique et politique global du pays.

En Chine ; le Shadow Banking est devenu en quelques années une source majeure du financement de l'économie. Son développement récent s'explique par une conjonction de facteurs: épargne abondante, intensité de l'investissement, rémunération attractive, garantie de l'Etat, qui repose sur de nombreux intermédiaires. En effet ; le Shadow Banking cour un risque pour l'économie. Ainsi ; notre travail va se scinder en deux sections :

- **Section 1** : Présentation du système financier chinois ;
- **Section 2** : Etude comparative entre le Shadow Banking américain et Chinois.

### **Section 1 : présentation du système financier chinois**

#### **1.1 Le système financier chinois**

Afin de comprendre les caractéristiques du Shadow Banking chinois, il est nécessaire de comprendre le fonctionnement du système financier traditionnel de ce pays, qui est radicalement différent des systèmes Européen et américain.

Avant tous ; il faut savoir qu'avant la mort de Mao-Tsé-Toung, ce pays respectait à la lettre les principes classiques du communisme et son économie était totalement isolée du reste du monde. A cette époque, la banque populaire de chine faisait office d'établissement bancaire unique : elle jouait en même temps le rôle de banque centrale et d'unique banque commercial du pays.

En 1978 ; les dirigeants chinois décident alors de lancer une grande politique de modernisation afin de transformer l'économie chinoise en grande puissance économique

mondiale. A partir de là, le système financier chinois s'est rapidement développé pour devenir celui que nous connaissons aujourd'hui.

Après avoir présenté le système financier chinois Nous allons décrire ses principaux acteurs que nous avons classé comme suite :

### **A. Les banques commerciales**

Au début des années 80 ; les fonctions commerciales de la BPC furent réparties au seins de quatre banques appartenant à l'état : la banque de l'industrie et du commerce, la banque de construction chinoise, la banque de chine, et finalement la banque agricole de chine. Ces banques entièrement détenues par le gouvernement lors de leur création, ont été particulièrement privatisés au début des année 2000 a la suite d'une réforme destinée à améliorer leur efficience. Parmi les grandes banques commerciales nous trouvons également la banque de communication et la banque d'épargne postale, également détenue partiellement par l'état.

### **B. Les banques politiques**

En 1994 ; le gouvernement chinois décida de créer trois banques politiques (Policy Bank) chargées des opérations de prêts administrés par l'Etat qui étaiis jusque-là effectuées par les quatre grandes banques commerciales du pays. Celles-ci consistent en la banque de chine du développement agricole (BCDA) et la banque d'import-export de chine (BIEC). Ces banques sont intégralement détenues par le gouvernement chinois et sont donc entièrement au service de la politique gouvernementale.

### **C. Banque commercial urbaines**

Ces banques sont généralement créées par des autorités provinciales ou municipales afin de financer des projets locaux. À la fin de l'année 2013, le secteur bancaire chinois comprenait 145 banques commerciales urbaines.

### **D. Institution financière rurale**

Ces institutions sont divisées en trois catégories, à savoir :

- Les banques commerciales rurales (468) ;
- Les banques coopératives rurales (122) ;
- Les coopératives de crédit rural (1803).

Elles orientent donc leurs opérations vers le secteur rural, leurs clients étant par exemple des fermiers ou des entreprises communales et villageoises (Township and Village Enterprises).

### **E. Banque commercial par action**

Ces banques commerciales, qui étaient au nombre de 12 à la fin 2013, sont conjointement détenues par l'Etat et par d'autres intérêts, tels que des entreprises privées, des entreprises d'Etat ou encore des investisseurs minoritaires. Même si ces banques ont été en partie créées afin de réaliser les objectifs des pouvoirs publics locaux, leur mission aujourd'hui consiste généralement à créer de la valeur pour les actionnaires.

### F. Banques étrangères

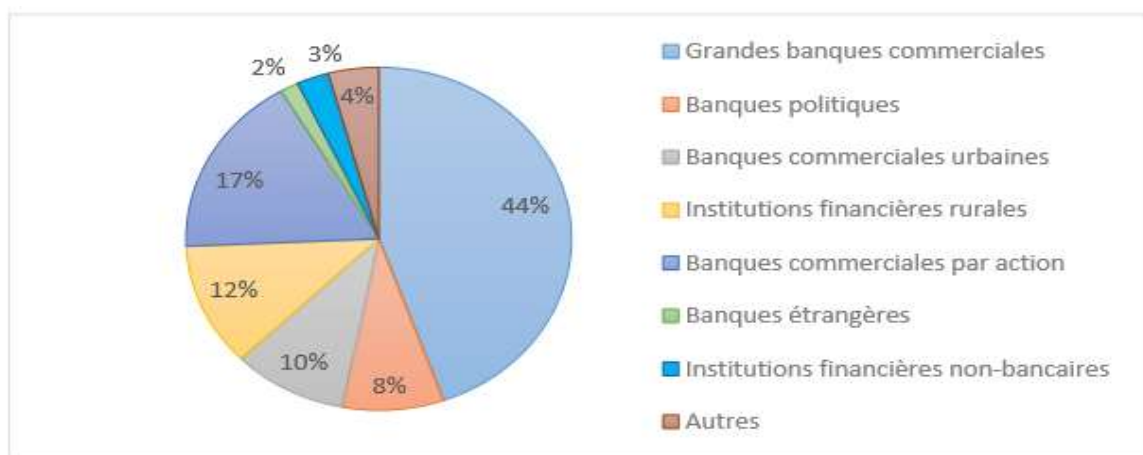
À la fin 2013 ; la Chine comptait 101 banques étrangères dans son système financier, provenant de 51 pays différents.

### G. Institutions financières non bancaires

Ces institutions jouent un rôle déterminant dans le développement du Shadow Banking en Chine ce sont par exemple, les sociétés fiduciaires (trust companies), les sociétés financières ou encore les sociétés de leasing financier que nous allons analyser en détails dans la section suivante.

La figure suivante représente les divisions des parts du marché Chinois entre les différents acteurs à la fin de 2013.

**Figure 8 : Division des parts du marché chinois entre les différents acteurs à la fin 2013.**



**Source :** Rapport annuel de CRBC (2013)

**Notant bien** qu'il peut être aisément remarqué sur ce graphique que l'Etat a la mainmise sur son marché financier. En effet, les grandes banques commerciales, qui sont majoritairement détenues par le gouvernement, représentent 44% de ce marché, et en y ajoutant la part du marché détenue par les banques politiques, dont l'Etat est 100% propriétaire, ce dernier contrôle plus de la moitié du marché financier, sans compter les participations qu'il détient dans les banques commerciales par action.

## 1.2 Shadow Banking chinois

### 1.2.1 Définition

Le Shadow Banking chinois est relativement moins complexe que celui en place dans les pays développés, analysé dans les deux premiers chapitres théoriques, cependant ; la définition générale reste très similaire.

En effet ; la Banque Populaire de Chine l'a défini comme étant une intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel, dans laquelle s'opèrent des transformations de liquidité et de crédit, et qui peut potentiellement causer des risques systémiques ou des arbitrages réglementaires (BPC, 2013).

En se basant sur cette définition, Yan et Li (2014): ont proposé différents critères pour faciliter l'identification des activités et entités du Shadow Banking. Selon eux, pour qu'une activité ou une entité soit considérée comme appartenant au Shadow Banking, elle doit remplir les trois critères suivant

- Impliquer une intermédiation de crédit, au sein de laquelle la régulation est inexistante ou inefficace;
- Avoir les caractéristiques des transformations de liquidité ou de crédit, ou d'effets de levier excessifs;
- Avoir le potentiel de causer un risque systémique.

### **1.2.2 Taille et causes de développement**

#### **1.2.2.1 Taille du Shadow Banking en chine**

Le Shadow Banking chinois s'est développé rapidement au cours de ces dernières années et continue de croître de manière significative, ce qui a déclenché une vague d'inquiétude globale. Cette croissance est liée à de nombreux facteurs et n'aurait pas été possible sans l'aide du système bancaire traditionnel chinois.

L'évaluation de la taille du Shadow Banking au sein de n'importe quelle juridiction est toujours un exercice difficile. De nombreuses institutions ont donc essayé de définir l'ampleur du Shadow Banking chinois, avec des montants qui varient parfois de manière significative.

Par ailleurs ; Nous avons effectué une analyse basée sur des estimations faites par le CSF en utilisant les données de la fin de l'année 2013 (CSF, 2014).

Selon les estimations durant la phase de macro-mapping, la taille du Shadow Banking en Chine s'élève à 2,998 billions de Dollars (\$) et constitue le cinquième secteur de l'ombre le plus large, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et le Japon.

Quasiment tous les actifs détenus par les OFIs chinoises comportent des risques liés au Shadow Banking et par conséquent, après la phase de recentrage, la taille de ce secteur s'élève encore à 2,738 billions de Dollars (\$), ce qui en fait le troisième Shadow Banking le plus large derrière les Etats-Unis et le Royaume Uni.

Lorsque nous comparons la taille absolue du Shadow Banking chinois avec celui des Etats-Unis (14,039 billions Dollars (\$)) après la phase de recentrage, on remarque qu'elle ne constitue même pas 20% de ce dernier.

L'inquiétude grandissante du Shadow Banking chinois n'est pas vraiment sa taille absolue mais plutôt la place qu'il occupe au sein de l'économie chinoise. Pour l'instant la

proportion du Shadow Banking chinois par rapport au PIB chinois est de (31%) qui est relativement faible comparée à la moyenne mondiale estimée à (120%).

L'inquiétude majeure concerne donc la rapidité avec laquelle se développe ce secteur de l'ombre au sein de cette juridiction.

En effet, la Chine étant la deuxième puissance économique mondiale, un simple choc sur son marché financier peut impacter l'ensemble du système financier mondial s'il n'est pas rapidement stabilisé.

Cependant ; dans son rapport annuel en 2014, le CSF a estimé que le Shadow Banking chinois possédait le deuxième taux de croissance le plus élevé derrière l'Argentine, à hauteur de 38% (CSF, 2014).

### **1.2.2.2 Cause de la croissance élevée du Shadow Banking en chine**

Le taux de croissance élevé qui caractérise le Shadow Banking chinois est la conséquence directe des lourdes mesures réglementaires qui s'appliquent au système bancaire traditionnel.

En effet ; même s'il est difficile de donner des chiffres précis, les spécialistes estiment qu'approximativement deux tiers du Shadow Banking proviennent de la volonté des banques d'opérer des arbitrages réglementaires.

En d'autres mots ; une large partie des actifs du Shadow Banking consiste en des prêts, accordés par des institutions non-bancaires, qui ont été initiés par des banques et que ces dernières auraient accordés directement, en les gardant au bilan, si elles n'avaient pas été soumises à cette régulation contraignante.

Les intermédiaires non-bancaires ont donc de nombreux avantages significatifs sur les banques, ce qui encourage la croissance du Shadow Banking (Wang Yao 2015):

- Les banques sont soumises à des quotas sur la taille des prêts qu'elles accordent;
- Elles sont également soumises à une limitation sur le volume total des prêts qu'elles peuvent accorder. En effet, elles doivent respecter un ratio maximum de 75% de prêts par rapport aux dépôts. Par exemple, si elles ont au bilan des dépôts s'élevant à 1 million (\$), elles ne peuvent pas accorder des prêts dont la valeur combinée s'élèverait à plus de 750.000 Dollars (\$). Elles doivent donc collecter des dépôts en offrant des taux d'intérêt très faible afin de financer leurs prêts tout en respectant ce ratio. Ceci a donc incité beaucoup d'épargnants à rechercher des taux de dépôts plus avantageux et donc à investir dans des instruments alternatifs aux dépôts classiques, tels que les produits de gestion du patrimoine, ce qui a donc directement influencé le développement du Shadow Banking;
- Il existe de nombreuses politiques réglementaires pour décourager les prêts bancaires dans certaines industries de l'économie chinoise telles que le secteur des mines de charbon ou des promoteurs immobiliers. Si les banques désirent quand même prêter à ces industries à plus haut risque, elles doivent passer par d'autre intermédiaires non bancaires afin de garder ces prêts hors bilan;

- La plupart des intermédiaires non-bancaires bénéficient d'exigences de fonds propres moins strictes, ce qui encourage les banques à leur confier certains prêts afin de pouvoir bénéficier également de ces réglementations moins restrictives ;
- Finalement, les banques sont soumises à des exigences de réserves par la BPC. Elles doivent effectivement placer 20% de leurs dépôts à la banque centrale chinoise, avec des taux de dépôts relativement faibles. Les banques préfèrent donc offrir des WMPs qui sont des alternatives plus avantageuses aux dépôts traditionnels et qui ne sont pas soumis à cette restriction.

A cause de ces raisons ; les banques ont choisi de créer leurs propres produits du Shadow Banking, tels que les produits de gestion du patrimoine, et de coopérer avec les Shadow Banks pour échapper aux désavantages et contraintes que nous venons de citer (Wang Yao 2015).

Ces volontés d'arbitrage réglementaire constituent donc deux tiers des activités du Shadow Banking traditionnel. Quant au dernier tiers, il provient de l'incapacité ou de la réticence des banques à accorder des prêts à certains secteurs et du fait que d'autres institutions non-bancaires proposent des offres plus avantageuses, contraintes réglementaires mises à part.

Ainsi ; les grandes banques chinoises ne possèdent pas la structure adéquate pour accorder des prêts aux PME. Elles n'ont par exemple pas assez d'expérience dans ce domaine pour évaluer correctement le niveau de risque que constituent de tels prêts.

Le gouvernement chinois a tenté d'encourager les prêts dans ces secteurs mais cela s'est traduit par une augmentation du Shadow Banking. En effet ; les grandes banques sont passées par des intermédiaires non-bancaires tels que les grandes entreprises détenues par l'Etat pour investir sur ce secteur.

### **1.3 Activités et acteurs**

Lu, Guo, Kao et Fung (2014) ont distingué quatre catégories différentes d'activités appartenant au Shadow Banking en Chine. Nous allons donc décrire celles-ci avant d'établir une comparaison avec les activités du Shadow Banking des pays développés.

#### **1.3.1 Activités effectuées par des banques**

Les banques chinoise exercent plusieurs activités en dehors du système bancaire classique, nous trouvons :

##### **1.3.1.1 Produits de gestion du patrimoine (Wealth Management Product)**

La plupart des produits proposés par les banques font partie du système bancaire traditionnel. Cependant, certains produits, pouvant apporter une marge de revenu plus importante, sont plus risqués. Ceux-ci sont ne se trouvent généralement pas au bilan des

### Chapitre III : La pratique du Shadow Banking en chine

banques et ne sont donc pas aussi réglementés que les autres, ils sont donc inclus dans le Shadow Banking chinois.

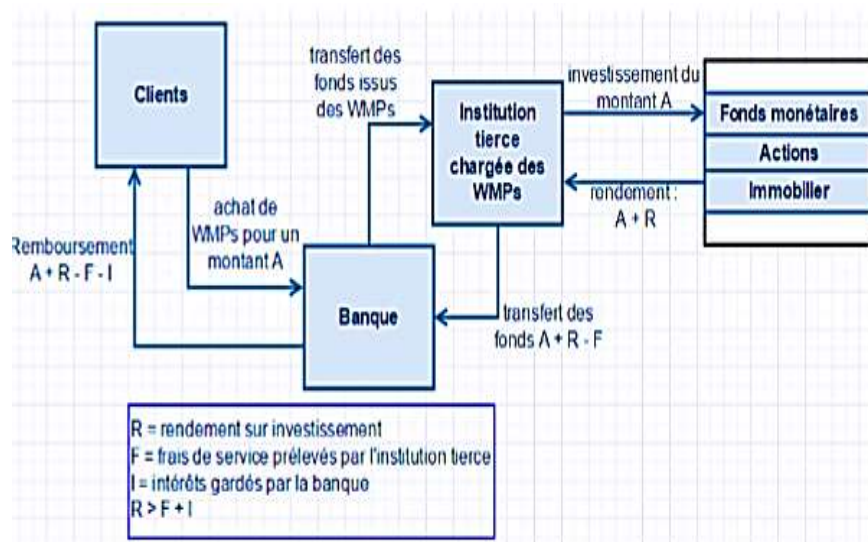
Parmi ces produits plus risqués proposés par les banques se trouvent les produits de gestion du patrimoine, qui en constituent d'ailleurs la majeure partie.

Les WMPs sont des groupements d'actifs qui offrent aux clients des rendements proportionnels à la performance de ces actifs, plus avantageux que les rendements des dépôts bancaires traditionnels. Ces produits peuvent être vendus par les banques, mais aussi par des institutions non-bancaires, et ont une maturité généralement très courte.

Les banques peuvent décider d'investir eux-mêmes les fonds récoltés grâce à la vente de WMPs mais généralement c'est une autre institution financière qui s'en occupe pour que ces produits ne figurent pas au bilan de la banque.

De cette façon ; les banques peuvent se soustraire à certaines réglementations strictes dont elles font l'objet. Ce sont donc les WMPs qui sont transférés hors bilan qui vont faire partie du Shadow Banking.

Figure 9 : Fonctionnement des produits de gestion du patrimoine en chine.



Source : Adapté de Lu et al (2015)

La figure explique le fonctionnement de ces WMPs. D'abord ; les clients achètent ces titres qui leur donnent droit aux créances associées accompagnées d'intérêts.

Ensuite, les banques transfèrent les fonds reçus dans des institutions spécialisées qui se chargent de les investir, généralement sur les marchés des actions, de l'immobilier ou sur les fonds monétaires.

Une fois qu'elle a reçu le rendement sur investissement, cette institution prélève des frais, prévus à l'avance, pour les services qu'elle a effectués, et transfère le montant restant à la banque. Celle-ci rembourse le montant spécifié aux investisseurs et garde le montant restant comme intérêts.

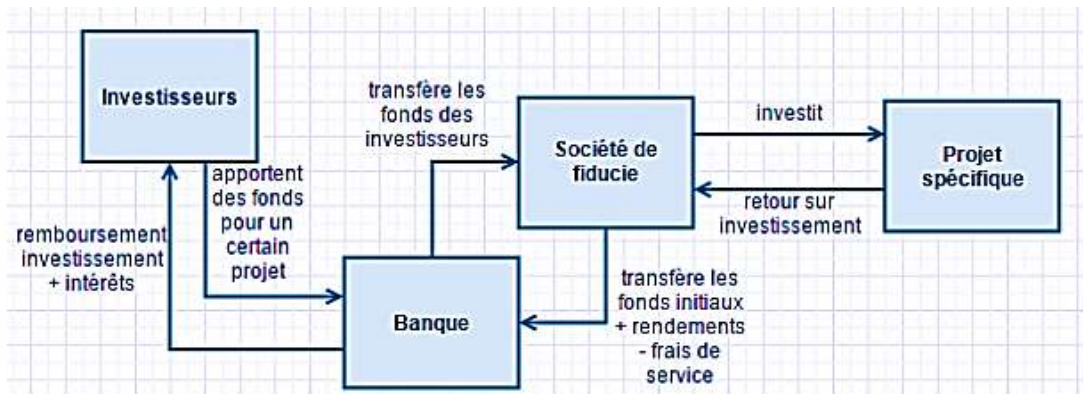
### 1.3.2.1 Coopération avec les sociétés fiduciaires (trusts)

Une société fiduciaire chinoise est une société qui combine les caractéristiques des activités de placement de capital, de gestion d'actifs et des banques.

Généralement ; la structure de ces opérations de coopération sera la suivante : des investisseurs apportent des fonds à une banque en stipulant que ceux-ci doivent être placés dans un projet spécifique, la banque transfère ces fonds dans une société fiduciaire qui les utilisera pour effectuer cet investissement spécifique et finalement, l'investissement de départ auquel sont ajoutés les rendements liés à ce projets est remboursé aux investisseurs initiaux, déductions faites des différents frais prélevés par la banque et la société fiduciaire.

Ces opérations de coopération dont le fonctionnement est illustré à la **figure 10** ; peuvent se révéler particulièrement risquées pour les banques si les projets dans lesquels elles investissent ne portent pas leurs fruits.

**Figure 10 : Fonctionnement des opérations de coopération : banques – trust.**

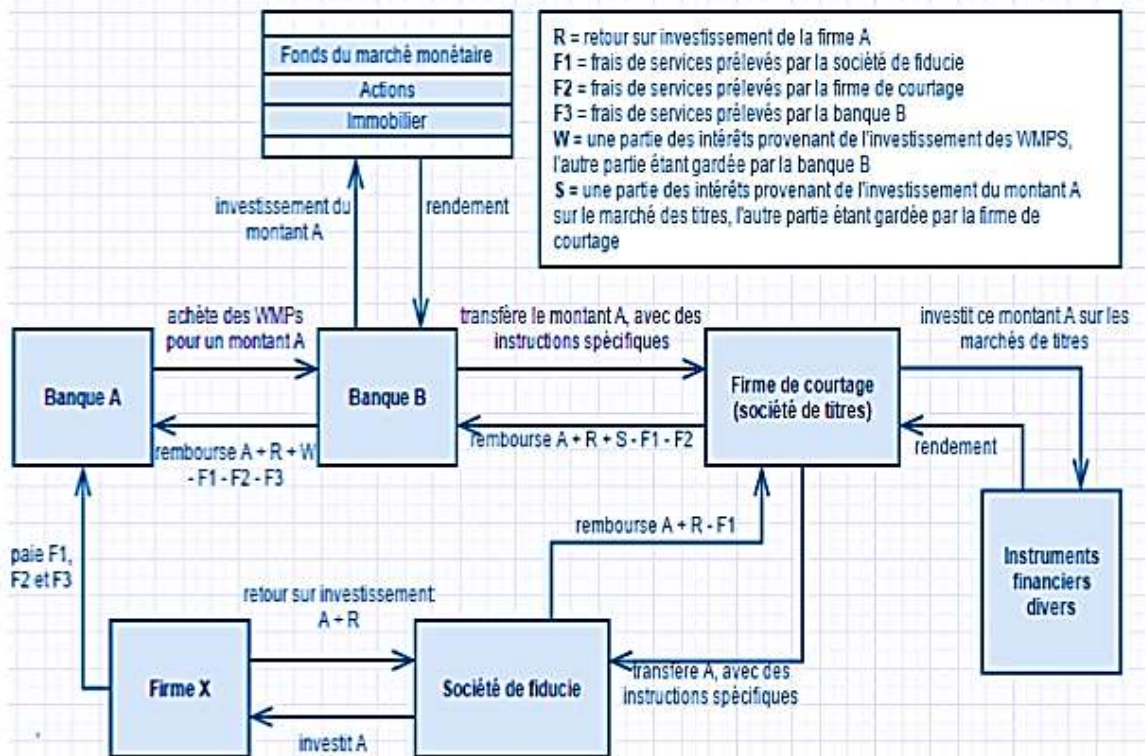


**Source :** Adapté de Lu et al (2015).

### 1.3.3.1 Coopération avec les sociétés de titres

Durant cette opération qui ressemble beaucoup à la précédente ; la banque transforme un prêt qu'elle accorde à une firme en investissement. Ce processus est donc plus risqué mais cela lui permet de se soustraire à la régulation sur prêts bancaires. Cette opération plus complexe est expliquée à l'aide de la **figure 11**.

**Figure 11 : Fonctionnement des opérations de coopérations : banque- sociétés de titre.**



Source : Adapté de Lu et al. (2015)

Comme nous le remarquons sur cette figure ; ce processus combine les deux premières opérations que nous avons analysées. Concrètement ; une banque A veut prêter un montant A à une firme x.

Pendant ; les prêts aux entreprises sont beaucoup plus réglementés que les prêts interbancaires et donc la banque A va effectuer une opération afin de pouvoir inscrire ce prêt sous la section 'prêts interbancaires' de son bilan. Elle va donc acheter des WMPs proposés par une banque B, à laquelle elle va donner certaines instructions. Celle-ci va investir ces WMPs, soit directement, soit indirectement (comme nous l'avons vu sur la **figure 11**), et retirer certains profits qu'elle partagera avec la banque A selon le taux de rendement spécifié dans le contrat.

Cette banque B va ensuite signer un contrat avec une firme de courtage en lui spécifiant les instructions de la banque A. Cette firme va effectuer ses opérations de courtage et investir le montant A sur les marchés de titres afin d'avoir un certain rendement, qu'elle partagera avec la banque B, selon le taux de rendement prévu dans leur contrat. Ensuite, elle s'engagera avec une firme fiduciaire en lui achetant des produits à hauteur du montant A et en lui spécifiant dans quel projet cette dernière doit investir.

Finalement ; la firme X reçoit le montant A par la firme fiduciaire et après un certain moment, sous l'hypothèse qu'elle a été rentable, la firme rembourse le montant A et ses intérêts à la société fiduciaire. Ce montant total sera transféré à la banque A en repassant par tous les acteurs impliqués qui prélèveront chacun des frais de services. Finalement ; il faut

noter que la firme X rembourse le montant initial, plus les intérêts prévus dans le contrat mais également la totalité des frais de services des acteurs.

### **1.3.4.1 Actif interbancaire : acceptation bancaire et prêts confiés**

Premièrement ; les acceptations bancaires sont des billets à ordre garantis par des banques et donnant droit à des liquidités à maturité habituellement de six mois.

Deuxièmement ; les prêts confiés (entrusted loans) sont des prêts inter-entreprises où une banque joue le rôle d'intermédiaire. Concrètement, si une société A veut prêter un montant à une société B, elle va transférer les fonds à une banque qui va elle-même accorder un prêt à concurrence de ce montant à la société B. A maturité, cette banque va donc collecter le remboursement dû par la société B, en fonction de la structure du prêt choisie, et le transférer à la société A.

Durant le processus de remboursement, la banque va prélever une certaine partie, prédéterminée avec la société A, qui constitue la rémunération pour ses services.

De plus ; il peut y avoir un quatrième acteur dans ces opérations de prêts confiés. Il s'agit d'une institution, ayant un contrat avec la société B, qui se porte garante du prêt si cette dernière ne sait pas rembourser le montant total du prêt.

La raison pour laquelle ces actifs sont catégorisés comme des actifs du Shadow Banking chinois réside dans le fait qu'ils consistent généralement en prêts entre entités non-bancaires (gouvernements, entreprises, particuliers), où les banques commerciales jouent le rôle de dépositaire ou de garant.

De plus ; lorsque ces actifs sont effectivement échangés entre des banques, c'est sous la forme de repos et ceux-ci ne figurent donc pas sous la rubrique 'prêts' mais bien sous la rubrique 'actifs interbancaires'. Ces actifs peuvent également être incorporés dans des WMPs (Fund Global Institute, 2015). Ils ne sont donc soumis qu'à une très faible régulation et comportent donc des risques pour le système bancaire.

### **1.3.2 Activité effectuées par des institutions financières non-bancaires (NBFIs)**

Les institutions financières non-bancaire exercent plusieurs activités, nous pouvons distinguer quatre types d'activités:

#### **1.3.2.1 Prêts fiduciaires (trust loan)**

En Chine, les sociétés fiduciaires possèdent une licence spéciale qui leur permet d'effectuer les activités qui ne sont pas accessibles aux entités participant au secteur bancaire traditionnel et aux marchés des capitaux. Grâce à cela, les sociétés fiduciaires peuvent aider d'autres institutions financières, telles que les banques commerciales, à effectuer des activités qu'elles ne peuvent pas faire elles-mêmes.

Le secteur des sociétés fiduciaires a connu une croissance importante lorsque les autorités chinoises ont imposé aux banques des quotas sur les prêts, ce qui a incité les banques

à diminuer le nombre de prêts accordés aux promoteurs immobiliers et aux gouvernements locaux.

Les sociétés fiduciaires ont donc eu l'opportunité de prendre le relais en accordant des prêts à ces industries à risque puisqu'elles ne sont pas soumises à cette réglementation restrictive. Ces prêts peuvent revêtir diverses formes, notamment celle de produits de gestion du patrimoine.

Comme nous l'avons vu par l'intermédiaire des **figures 10** et **11**, les sociétés fiduciaires jouent vraiment le rôle d'intermédiaire entre les industries à risque et les institutions qui désirent investir dans celles-ci mais qui n'ont légalement pas le droit. Elles détiennent donc les actifs au nom des bénéficiaires et leur transfèrent les rendements associés à ces actifs.

Il n'y a donc pas de changement de propriété et les risques associés aux actifs détenus par ces sociétés reposent donc sur les autres parties impliquées dans l'opération.

Les banques sont étroitement connectées à ces sociétés fiduciaires et une crise dans ce secteur se traduirait par une crise dans le secteur bancaire. En effet, ces dernières sont financées par les banques via les opérations de coopération banque-trust (FGI, 2015).

De plus, les banques confient régulièrement aux sociétés fiduciaires la gestion de l'investissement des fonds reçus grâce à la vente de WMPs.

### **1.3.2.2 Micro crédit**

Les sociétés de micro-crédit ont été légalisées en 2008 par le gouvernement chinois afin d'encourager le financement des PME. Etant donné que ces sociétés sont quasiment les seules sources de financement de ces entreprises, elles peuvent se permettre d'imposer des taux d'intérêt très élevés avec des maturités relativement courtes.

### **1.3.2.3 Prêts sur gage (PawnShops)**

Les prêteurs sur gages font partie des plus anciens types de finance informelle. Ils accordent des petits prêts aux PME et à certains particuliers situés dans leur localité et reçoivent des biens physiques en échange, qu'ils gardent comme collatéraux.

### **1.3.2.4 Leasing financier**

Ces activités englobent toutes les opérations de leasing qui ne sont pas déjà inscrites au bilan d'une banque ou d'une société fiduciaire.

Les opérations de leasing regroupent généralement trois acteurs : un lessor, un lessee et un fournisseur. Le lessor achète un bien corporel à la demande du lessee auprès d'un fournisseur spécifique, également choisi par le lessee. Ensuite, le lessor et le lessee se mettent d'accord sur les différentes conditions d'un contrat de leasing et pendant une certaine période, le lessor prête le bien acheté au lessee en échange d'indemnités mensuelles.

Durant cette période, la propriété du bien est transférée au lessee et à la fin du contrat, celui-ci peut acquérir le bien de manière définitive s'il décide de lever l'option d'achat.

### **1.3.3 Activités effectuées par des institutions non financières**

Les institutions non financières exercent plusieurs activités, nous distinguons trois types d'activités:

#### **1.3.3.1 Prêts privés**

Cette activité regroupe les prêts entre institutions non-financières, qui ne sont sujettes à aucune sorte de régulation. Ces prêts sont particulièrement prisés dans les secteurs ruraux. Le FGI (2015) a identifié quatre types de crédit privé:

- Financement mutuel parmi les particuliers, avec des taux d'intérêt assez bas;
- Prêt entre entreprises privées, avec des taux d'intérêt plus élevés;
- Prêt informel au sein du système bancaire clandestin ;
- Financement interne des entreprises.

Cependant, les prêts privés ne font pas tous partie du Shadow Banking chinois. En effet, seuls les prêts impliquant des taux d'intérêt élevés constituent ce système. Par exemple, les prêts privés peuvent être des prêts entre amis, à faible taux d'intérêt, qui ne font donc évidemment pas partie du Shadow Banking.

#### **1.3.3.2 Micro finance en ligne**

Il y a un niveau d'activité de plus en plus important en ce qui concerne les opérations de crédit en ligne. Certaines PME sont financées par des investisseurs affiliés à des plateformes en ligne.

Le concept de cette microfinance en ligne est relativement simple : des particuliers peuvent prêter leur argent, en ligne, à des inconnus ayant un besoin de financement (par exemple pour acheter une voiture ou lancer une affaire locale) et reçoivent en retour des taux d'intérêt très élevés, qui excèdent généralement 20% (Heinrich, 2014).

### **1.3.4 Garantie de crédit**

Selon Douglas Elliott (2015), les compagnies de garanties participent au Shadow Banking chinois de deux manières. La première concerne leur fonction générale : les garanties financières qu'elles proposent facilitent les transactions du Shadow Banking car les sociétés de garanties acceptent de supporter les risques de crédit associés à ces transactions.

Cela permet donc aux banques impliquées dans ces opérations de garanties de se conformer plus facilement aux exigences de fonds propres.

La deuxième est que de nombreuses compagnies de garanties ont décidé de diversifier leurs activités en accordant des prêts directs, même si elles ne possèdent pas la licence nécessaire pour effectuer ces opérations.

### **Section 2 : étude comparative et les avantages et risques**

#### **2.1 Comparaison avec le Shadow Banking des Etats-Unis**

Nous allons maintenant effectuer une comparaison entre le Shadow Banking chinois, dont nous venons de décrire la nature, et le Shadow Banking américain, que nous avons présenté au début de ce mémoire. Même si le système chinois est unique, il comporte quand même une similarité avec le Shadow Banking américain.

En effet, le développement des fonds du marché monétaire américains et des produits de gestion de patrimoine chinois sont des réponses à des régulations trop restrictives sur les taux d'intérêt. De plus, les prêts fiduciaires en Chine et la titrisation aux Etats-Unis permettent l'accès au crédit à certains emprunteurs jugés risqués et donc moins enclins à respecter leurs obligations. L'arbitrage réglementaire est également un facteur essentiel qui a poussé certaines institutions bancaires à se tourner vers ce Shadow Banking, aussi bien en Chine qu'aux Etats-Unis.

Cependant, il existe deux différences fondamentales entre ces deux systèmes :

- **Premièrement**

En Chine, ce sont principalement les banques qui effectuent les activités d'intermédiation de crédit du Shadow Banking. Aux Etats-Unis, les marchés de capitaux ont quant à eux constitué la base du développement du Shadow Banking.

Sa croissance a donc été possible grâce au développement des différentes innovations financières sur ces marchés secondaires. Les activités d'intermédiation de crédit et de transfert de risque s'opèrent donc sur ces marchés de capitaux, en parallèle au secteur bancaire.

C'est pour cette raison que l'on parle donc de système bancaire parallèle pour faire référence au Shadow Banking américain. Cette appellation ne serait pas valable pour qualifier le Shadow Banking chinois parce qu'il prend place à l'intérieur même du système bancaire, et non pas à côté.

- **Deuxièmement**

L'autre différence concerne la manière dont ces deux systèmes permettent la création d'actifs quasi sans-risque qui offrent des taux d'intérêt plus élevés que ceux proposés par le système bancaire traditionnel. Aux Etats-Unis, c'est le processus de titrisation qui est utilisé pour créer de tels actifs, par nature relativement complexes. A l'inverse, la structure de ces actifs à meilleur rendement est généralement simple en Chine.

En effet, les produits fiduciaires et les produits de gestion de patrimoine offrent des revenus plus avantageux que les dépôts bancaires traditionnels et ils sont perçus comme sans danger. Les banques étant des acteurs majeurs dans les transactions de tels produits, ces

### *Chapitre III : La pratique du Shadow Banking en chine*

derniers sont donc perçus comme sans-risque étant donné la garantie implicite du gouvernement qu'ils comportent (Dang et al., 2015).

Lorsque nous comparons ces deux Shadow Banking, hormis certaines causes communes de croissance, ils semblent quand même très différents l'un de l'autre. Prenons l'exemple d'une activité fondamentale du Shadow Banking américain et regardons la place qu'elle occupe au sein du Shadow Banking chinois :

La titrisation Ces activités ont connu une baisse significative après la crise de 2008, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Chine. Cependant, depuis 2011, ces opérations bénéficient d'un regain d'intérêt et sont donc en croissance. La comparaison est assez simple entre la titrisation américaine et la titrisation chinoise.

Dans le premier cas ; même si elle est sujette à des régulations plus strictes depuis la crise, ce processus fait partie intégrante du Shadow Banking.

Dans le deuxième cas ; elle n'en fait pas partie. Cela s'explique par le fait qu'aux Etats-Unis, ce processus s'est accru à partir des années 80 de manière totalement incontrôlée. Avant la crise, toutes sortes d'actifs étaient titrisés et recevaient généralement la plus haute note par les agences de notation de crédit. Le transfert de risque était inefficace, les produits structurés étaient de plus en plus complexes et les tail risk étaient négligés. Ce système s'est donc totalement effondré en même temps que le marché immobilier, dont la majorité des actifs étaient titrisés.

En Chine ; le récit est totalement différent, en effet ; avant 2005 il n'y avait pas une seule opération de titrisation recensée dans le système financier chinois. Cette année-là, la Commission chinoise de réglementation bancaire (CCRB) a lancé un programme de titrisation, conforme à des cadres réglementaires qu'elle a mis en place avec la BPC, afin d'encadrer deux projets spécifiques initiés par la Banque de Construction Chinoise et la Banque de Développement de Chine.

Selon ces réglementations ; les institutions financières possédant la licence nécessaire peuvent confier leurs titres de créances à des sociétés fiduciaires et d'investissement possédant également la licence requise. Ces dernières vont donc pooler ces différents actifs et vendre sur le marché interbancaire chinois les ABS alors créés, sous la forme de certificats de bénéficiaires du trust. Toute transaction similaire doit recevoir l'autorisation de la CCRB et la BPC pour se produire.

Comparé à la titrisation américaine, on peut dire que les sociétés fiduciaires combinent les activités des SPVs et des gestionnaires d'actifs. Ces opérations sont donc extrêmement contrôlées par les autorités chinoises et doivent remplir de nombreuses conditions pour avoir lieu. Depuis leur introduction, seulement 85 opérations de titrisation ont été recensées au sein du système financier chinois. Celles-ci sont généralement de grande envergure mais leur implication avec le système bancaire et les contrôles auxquels elles sont sujettes rendent cette activité relativement sûre et n'appartenant donc pas au Shadow Banking.

En ce qui concerne les opérations effectuées sur les marchés de financement de titres tels que les marchés de repos et de prêts de titres, elles ne sont pas non plus incluses dans le Shadow Banking chinois. En effet, ces transactions ont lieu majoritairement sur le marché

interbancaire et sont strictement régulées par les autorités compétentes. De plus, les firmes de titres n'effectuent généralement pas de transformation de crédit et ne comportent donc pas les nombreux risques que l'on retrouve sur ces marchés américains.

### **2.2 Avantages et risques du Shadow Banking chinois**

Le Shadow Banking chinois comporte de nombreux risques pour le système financier du pays, et par conséquent, pour la finance mondiale. Nous allons donc en premier lieu essayer de comprendre l'ensemble de ces risques avant de nous intéresser aux avantages qu'apporte ce système à l'économie chinoise.

#### **2.2.1. Les risques**

Le Shadow Banking chinois comporte de nombreux risques qui peuvent être présenter comme suite :

- Premièrement, les interconnexions abondantes avec le système bancaire traditionnel constituent des risques non-négligeables. Les banques investissent et se financent grâce aux Shadow Banks et un problème sur ce secteur aurait inévitablement des impacts négatifs sur le système bancaire. De plus, même si certaines banques ne sont pas en relation directe avec des Shadow Banks, elles peuvent également être exposées aux risques du Shadow Banking si elles accordent des prêts à des sociétés qui sont quant à elles directement financées par ce secteur. Ces sociétés pourraient par exemple rembourser leurs emprunts bancaires en se voyant accorder d'autres prêts par des Shadow Banks.
- Deuxièmement, ce système permet d'accorder des prêts à une plus large variété d'acteurs, ce qui accroît directement le risque de crédit boom<sup>51</sup>.
- Troisièmement, il existe un risque que les épargnants soient aveuglés par les taux de rendement beaucoup plus avantageux qu'offrent ces produits alternatifs aux dépôts bancaires et négligent les risques qui y sont associés. La conséquence directe serait qu'ils récupèrent leurs dépôts bancaires et les réinvestissent dans ces produits du Shadow Banking, ce qui engendrerait donc des problèmes de liquidité pour les banques.
- Quatrièmement, une grosse partie des transactions financières ayant lieu au sein du Shadow Banking chinois concerne directement, ou indirectement le secteur de l'immobilier. Une crise dans ce marché pourrait donc déstabiliser le Shadow Banking à grande échelle et, par conséquent, le système bancaire traditionnel.
- Cinquièmement, les produits du Shadow Banking tels que les WMPs comportent des risques de crédit plus importants. Par exemple, si les actifs dans lesquels les fonds récoltés grâce à l'émission de WMPs se portent mal et ne sont pas porteurs de revenus, la banque ne pourra potentiellement pas rembourser les acheteurs de ces WMPs.
- Il existe également le risque de décalage de maturité. La majorité des prêts proposés par les Shadow Banks ont une maturité de moins d'un an, mais ils sont généralement utilisés pour financer des projets à long terme.

---

<sup>51</sup>Les crédits boom peuvent mener à des bulles de crédits et intrinsèquement causer une crise financière.

Les Shadow Banks ; peuvent donc faire face au risque de solvabilité de leur contrepartie et connaître d'importants problèmes financiers si un secteur dans lequel ils avaient accordés de nombreux prêts s'effondre. Les régulateurs chinois sont au courant de ces risques posés par le Shadow Banking et imposent régulièrement des politiques réglementaires pour les contrer. Celles-ci seront brièvement expliquées dans la section suivante.

### **2.2.2. Les avantages**

Comme nous venons de le voir, le Shadow Banking chinois comporte de sérieux risques qui menacent la stabilité financière du pays. Cependant, à l'image du Shadow Banking en général, il comporte également des avantages non négligeables pour le système financier chinois. Qui se présente comme suit :

- Ce secteur de l'ombre a grandement contribué à la croissance économique et au développement des techniques financières dans un système financier fortement réprimé. Yan Quingmin, le vice-président de la CCRB a reconnu qu'avec les restrictions sur les taux d'intérêt appliquées au secteur bancaire, les instruments du Shadow Banking permettaient d'améliorer l'accès au financement pour les PME et les gouvernements locaux. Par exemple, les prêts confiés et les acceptations bancaires ont permis à de nombreuses PME d'avoir accès à un crédit qui ne pouvait pas leur être offert par le système bancaire traditionnel.
- Le Shadow Banking constitue une innovation financière qui, à travers ses chaînes d'intermédiation du crédit, augmente l'efficacité globale des marchés financiers. En effet, lorsque les fonds récoltés via l'émission de WMPs ou de produits fiduciaires sont investis sur les marchés d'actions et d'obligations, ce secteur joue le rôle d'intermédiaire entre les épargnes des ménages et les marchés de capitaux. En ce sens, ces produits alternatifs peuvent être considérés comme les précurseurs d'une industrie de gestion de patrimoine plus efficace, en attente d'une libéralisation financière plus poussée (Banking Watch, 2013).
- Le Shadow Banking chinois stimule la compétition au sein du système bancaire et permet l'identification de directions envisageables pour le développement futur du secteur bancaire. Cependant, comme nous l'avons vu, ce secteur comporte également de nombreux risques qui ont besoin d'être contrôlés.

Le gouvernement chinois, qui a une influence considérable sur son système financier, met régulièrement en place différentes politiques réglementaires afin d'encadrer efficacement ce système tout en profitant de ses bénéfices. Nous les analysons par la suite :

### **2.3 Régulation appliqué au Shadow Banking chinois**

Depuis l'émergence d'un Shadow Banking à grande ampleur en Chine, les principaux régulateurs concernés – BPC et CCRB – ont adopté un comportement relativement prudent lorsqu'ils élaborent des politiques de réglementations dans ce domaine.

Comme nous venons de le voir, ce secteur de l'ombre offre au système économique chinois de nombreux avantages. Par exemple il aide à rencontrer les besoins des investisseurs

et des épargnants pour un plus grand nombre d'instruments financiers, leurs permettant également de profiter de conditions plus avantageuses, telles qu'un taux de rendement plus élevé pour un même niveau de risque perçu. D'un autre côté, les régulateurs font également face à de nombreux problèmes directement liés à ce secteur. Par exemple, ce système non-régulé pourrait entraîner un excès de crédit (crédit boom).

Donc, afin de contenir les risques de ce Shadow Banking tout en profitant au maximum des bénéfices qu'il apporte à l'économie, les régulateurs chinois ont fixé trois objectifs de régulation depuis 2013 (Elliott et al., 2015).

Le premier consiste à ralentir le rythme de croissance élevé du crédit non-bancaire. Ensuite, l'utilisation du marché interbancaire pour le financement des institutions financières doit être disciplinée. Finalement ; le dernier objectif concerne la composition des actifs et passifs du Shadow Banking qui doit être plus transparente à l'avenir.

Pour ce qui est du premier objectif, la Banque Populaire de Chine en janvier dernier et l'agence de notation Moody's fin juillet ont toutes deux reconnues que le taux de croissance du Shadow Banking était repassé en dessous de celui du PIB chinois. En effet, les nombreuses contraintes réglementaires qui ont été imposées sur le système financier chinois ont permis de réduire de 6% les sources totales de création de crédit. Cette baisse est directement liée à une diminution de croissance du crédit non-bancaire et va dans le sens du premier objectif fixé par la BPC et la CCRB.

En ce qui concerne le deuxième objectif visant à encadrer de manière plus stricte le marché interbancaire, la BPC a lancé en juin 2013 une opération de resserrement de liquidités (liquidity squeeze) en augmentant temporairement le taux des prêts interbancaires (jusqu'à 30%) afin d'entraîner une diminution de crédit dans ce secteur. Suite à la mini-panique qui a suivi cette opération, la BPC a dû rapidement faire marche arrière. Néanmoins, après avoir calmé les marchés, la banque centrale chinoise a constaté que durant le reste de l'année, les taux d'intérêt sur les prêts interbancaires et autres sources de financement à court terme ont progressivement augmenté pour finir à 2, voire 3% au-dessus du début de l'année.

De cette manière, en lançant cette opération sans communiquer ses intentions au préalable, la BPC est parvenue à calmer l'enthousiasme des petites banques venant se financer à grande échelle sur les marchés interbancaires afin d'accorder des crédits à des activités à risques.

Finalement ; de nombreuses politiques réglementaires ont été proposées depuis 2013 afin d'améliorer la transparence au sein des activités du Shadow Banking. Ainsi, le document no. 107 propose l'interdiction des pratiques de financement via les pools grâce auxquelles les institutions financières, telles que les sociétés fiduciaires, peuvent transférer aveuglément des fonds d'un investisseur à l'autre. Ensuite, les documents no. 127 et no. 140 proposent de nouvelles règles applicables aux activités de gestion de liquidité interbancaire des institutions financières. Parmi ces règles nous retrouvons, par exemple, l'obligation de ces institutions d'appliquer une limite sur leur exposition à des contreparties individuelles et de respecter des exigences de fonds propres sur leurs transactions hors-bilan.

Tous sa nous amène a posé cette question qui taraude les économistes jusqu'à nous jour et qui n'arrivent toujours pas à trouver des accords entre eux certains critiques et d'autres défendent, nous allons donc analyser minutieusement l'avis de chaque spécialiste dans le point qui suit :

### **2.4 Le Shadow Banking chinois causera t'il la prochaine crise financière ?**

De nombreux économiste et auteurs s'accordent à dire que la croissance fulgurante du Shadow Banking au sein de la deuxième économie mondiale causera la prochaine crise financière globale, notamment à cause des interconnexions qui ont les institutions financières du reste du monde avec la chine.

Cependant ; d'autres spécialistes estiment que, même si ces risques de crise sont bien réels, le gouvernement chinois dispose d'instruments adéquats afin de stabiliser son système financier et éviter un effondrement de l'économie chinoise.

Lors de ce dernier point ; nous allons donc analyser les arguments de ces deux groupes avant de nous faire notre propre idée due au documents traiter et au information collecter ainsi les analyses qu'on a faite concernant l'Interview de Jérôme Kerviel concernant le danger réel de ce Shadow Banking chinois, dans un avenir proche.

#### **❖ « Oui, ce Shadow Banking chinois causera la prochaine crise »**

Certains auteurs spécialisés dans la finance estiment qu'il est nécessaire de tirer la sirène d'alarme au plus vite, voire qu'il est même trop tard pour empêcher cette crise de se produire. En effet, après la crise financière de 2008, la Chine s'en est plutôt bien sortie et a connu une période de croissance solide. Cependant ; cette croissance provient directement d'un niveau de financement par l'endettement qui a explosé depuis 2008.

Selon le groupe financier Bloomberg (2015) ; la dette des ménages et des sociétés représentait 207% du PIB chinois à la fin juin 2015. Quant au FMI, il estime que la dette du gouvernement chinois s'élève à 42% de son PIB.

Finalement ; selon un rapport publié par la société McKinsey (2015), le poids de la dette totale chinoise (gouvernement, sociétés et ménages) a même dépassé celui des Etats-Unis en atteignant 282% de son PIB. Toujours selon McKinsey (2015), la dette chinoise comporte trois risques majeurs étroitement liés.

- Premièrement, approximativement 45% de la dette provient du secteur de l'immobilier, si le secteur financier n'est pas considéré dans le calcul.
- Deuxièmement, les prêts accordés aux véhicules de financement des gouvernements locaux<sup>52</sup> sont de plus en plus nombreux et présentent un risque de défaut plus important.

---

<sup>52</sup> Ce sont des plateformes locales, financées par le gouvernement chinois, qui accordent des crédits à certains projets d'infrastructure locaux

- Finalement, le troisième risque provient du fait qu'approximativement un tiers de la dette globale est fournie par le Shadow Banking chinois. Les deux premiers secteurs – l'immobilier et les VFGLs – sont directement ou indirectement liés au Shadow Banking et par conséquent, une bulle immobilière et des opérations de financements insoutenables aux gouvernements locaux pourraient potentiellement créer une vague de pertes (à la suite de prêts non remboursés) pour les sociétés et particuliers ayant investi via les intermédiaires du Shadow Banking.

Cela aurait des effets pro cycliques étant donné qu'un choc sur le Shadow Banking se traduirait par un choc encore plus important sur le secteur de l'immobilier et des VFGLs, mais également sur le secteur bancaire et finalement, à cause des nombreuses interconnexions entre les divers participants du secteur financier chinois, l'économie serait sérieusement impactée.

D'ailleurs, entre 2014 et 2015 la Bourse Chinoise – composée des Bourses de Shenzhen et de Shanghai – a perdu en trois semaines 35% de sa capitalisation. C'est une conséquence directe de l'explosion de la bulle boursière chinoise qui était en partie liée au fait que de plus en plus d'investisseurs ont pu bénéficier d'un crédit pour aller investir sur le marché des actions.

Le crédit boom redouté par les autorités chinoises s'est donc effectivement produit et est une conséquence directe du développement rapide du Shadow Banking. De plus, de nombreux produits issus de ce secteur tels que les WMPs ont été utilisés pour investir sur les marchés d'actions, grâce à un instrument appelé prêt sur marge.

Le Shadow Banking chinois est donc, indirectement, l'une des causes de l'effondrement des bourses chinoises auxquelles nous assistons depuis juillet 2015.

De son côté, Jeremy Warner (2015) va même plus loin en affirmant que cette chute sur le système boursier chinois va engendrer des phénomènes de panique sur les marchés d'actions globaux entrainera une nouvelle crise financière globale. Selon lui, ce Krach de la Bourse chinoise est similaire au grand Krach Boursier de 1929. En effet, il ne croit pas en la capacité du gouvernement chinois à stabiliser son marché financier, notamment parce qu'il ne pense pas que la Chine contrôle aussi bien ses banques et son Shadow Banking qu'elle ne le prétend.

#### **❖ « Non, ce Shadow Banking chinois ne causera pas la prochaine crise financière »**

Même s'ils ne sont pas tous d'accord pour dire qu'il y aura une crise imminente liée au Shadow Banking chinois, les spécialistes financiers admettent unanimement que les risques liés au Shadow Banking et à la dette chinoise provoqueront de nombreux chocs sur le système financier chinois. La différence avec Le point précédent est qu'ici, nous allons nous concentrer sur les spécialistes qui pensent que le gouvernement chinois peut stabiliser son système financier, même après cette explosion de la bulle boursière.

Parmi ces spécialistes, nous retrouvons Michel Aglietta (2015) qui estime qu'il faut relativiser le repli qui a été observé. En effet, la Bourse chinoise était sous-évaluée par rapport

### *Chapitre III : La pratique du Shadow Banking en chine*

à d'autres bourses de pays émergents. Depuis le milieu de 2014, elle a donc connu une hausse de 150% avant de connaître cette baisse d'un peu plus de 30% en juillet dernier. Les investisseurs ayant acquis des positions avant cette hausse réalisent donc encore des bénéfices importants.

De plus ; même si une crise financière se produisait effectivement au sein du Shadow Banking en Chine à cause de l'effondrement du secteur de l'immobilier ou de crédit bubbles, de nombreux auteurs s'accordent à dire que le gouvernement Chinois aurait à sa disposition les outils nécessaires pour renflouer ce système financier.

En effet ; à la différence de ceux du Shadow Banking américain, les produits du Shadow Banking chinois ne sont pas perçus comme sûrs grâce à des opérations complexes de transfert de risque, mais bien grâce au fait qu'ils bénéficient d'une garantie implicite du gouvernement. Si le gouvernement annonce effectivement qu'il décide de renflouer ce secteur, un phénomène de run peut donc être évité.

Les grandes banques chinoises sont en grande partie contrôlées par le gouvernement et bénéficient de réserves importantes de liquidité grâce aux contraintes réglementaires qu'elles doivent respecter. Elles n'auraient donc pas trop de difficulté à couvrir un large nombre de prêts défectueux si l'Etat le leur impose. De plus, la BPC possède également une grande réserve de liquidités grâce aux dépôts que les banques sont tenues de lui confier.

### **Conclusion**

Le **Shadow Banking** chinois s'est développé rapidement au cours de ces dernières années et continue de croître de manière significative, Cette croissance est la conséquence directe des lourdes mesures réglementaires qui s'appliquent au système bancaire traditionnel car les banques ont choisi de créer leurs propres produits du **Shadow Banking**, et de coopérer avec les **Shadow Banks** pour échapper aux désavantages et contraintes des mesures réglementaires infligés par le gouvernement Chinois. Ainsi ces volontés d'arbitrage réglementaire constituent donc deux tiers des activités du **Shadow Banking** traditionnel. Quant au dernier tiers, il provient de l'incapacité ou de la réticence des banques à accorder des prêts à certains secteurs et du fait que d'autres institutions non-bancaires proposent des offres plus avantageuses, contraintes réglementaires mises à part.

Parmi les activités du **Shadow Banking** on distingue des activités effectuées par les banques : Produit de gestion du patrimoine, les activités de coopération avec les sociétés fiduciaires et les activités de coopération avec les sociétés de titres. Grace à ces activités les banques réalisent des revenus plus avantageux sans figurer dans leur bilan et cela par l'intervention d'autres institution financière. Les autres activités du Shadow Banking Chinois sont effectuées par des institutions financières non-bancaires et des institutions non financières.

Même si le système chinois est unique, il comporte quand même une similarité avec le Shadow Banking Américain car l'arbitrage réglementaire est un facteur essentiel qui a poussé certaines institutions bancaires à se tourner vers ce Shadow Banking, aussi bien en Chine qu'aux Etats-Unis. Cependant ils restent très différents car par exemple En Chine, ce sont principalement les banques qui effectuent les activités d'intermédiation de crédit du Shadow Banking par contre Aux Etats-Unis, les marchés de capitaux ont constitué la base du développement du Shadow Banking.

Le **Shadow Banking** chinois comporte plusieurs risques ; notamment les risques liés aux interconnexions abondantes avec le système bancaire traditionnel ainsi un problème sur ce secteur aurait inévitablement des impacts négatifs sur le système bancaire, par contre ce système procure aussi des avantages car ce secteur de l'ombre a grandement contribué à la croissance économique et au développement des techniques financières dans un système financier fortement réprimé.

Depuis que le **Shadow Banking** a pris une ampleur, les principaux régulateurs concernés BPC et CCRB ce sont fixés trois objectifs afin de réduire ses risques et de profiter de ses bénéfices. Le premier consiste à ralentir le rythme de croissance élevé du crédit non-bancaire. Ensuite, l'utilisation du marché interbancaire pour le financement des institutions financières doit être disciplinée. Finalement, le dernier objectif concerne la composition des actifs et passifs du Shadow Banking qui doit être plus transparente à l'avenir.

Au jour d'aujourd'hui les avis des spécialistes financiers diffèrent sur la question si le Shadow Banking chinois causera la prochaine crise financière, par contre les spécialistes financiers admettent unanimement que les risques liés au Shadow Banking et à la dette chinoise provoqueront de nombreux chocs sur le système financier chinois.

## *Conclusion générale*

Tous au long de ce travail de recherche, nous avons essayé d'expliquer le **Shadow Banking** ; qui est considéré comme un système de l'ombre mal défini jusqu'à nos jours en donnant plusieurs définitions ; ce qui nous a permis de qualifier ce dernier comme étant un système parallèle au système bancaire ; par lequel une grande variété d'entités (**acteurs**) transitent représentant une menace pour la stabilité financière.

Les acteurs économiques ignoraient les risques que comporte le **Shadow Banking** et se focalisaient uniquement sur les avantages qu'il procure. D'un côté, les acteurs directement impliqués dans ce système bénéficient entre autres de stratégies plus adaptées à leurs besoins, de rendements plus intéressants pour un même niveau de risque perçu ou encore d'opportunités d'arbitrage réglementaire. De l'autre côté, les autorités ont longtemps laissé le **Shadow Banking** se développer parce qu'il augmente la liquidité des marchés et améliore l'efficacité des moyens de financement, incitant les ménages à économiser plus pour investir leur épargne dans des placements qui leur conviennent mieux.

Cependant ; la crise économique de 2008 a révélé les risques inhérents au **Shadow Banking** et les régulateurs travaillent d'arrache-pied pour transformer celui-ci en un système stable et résilient permettant de maximiser l'efficacité des marchés de capitaux. Parmi l'ensemble des caractéristiques de ce système qui, combinées, constituent une véritable menace à la stabilité financière, les inquiétudes se portent particulièrement sur les activités présentant des risques systémiques et permettant des opportunités d'arbitrage réglementaire.

En effet ; il est légitime de se demander si cette démarche est la plus adéquate pour stabiliser un système qui n'est que très peu réglementé, voire pas du tout, et dont l'une des principales caractéristiques est qu'il permet justement de se soustraire à une régulation contraignante. De surcroît, les régulateurs se basent généralement sur des mesures réglementaires applicables directement à l'ensemble des entités d'un secteur.

Au cours de nos recherches ; nous avons appris que dans le cadre de la régulation du **Shadow Banking** ; ce ne sont pas les acteurs mais bien les activités qui doivent faire l'objet d'une régulation. Hors celles-ci ; sont variées et possèdent des caractéristiques différentes et relient des entités situées un peu partout dans le monde, ces entités effectuent ces activités avec des objectifs parfois fort différents.

Par ailleurs ; l'analyse que nous avons effectué à travers l'étude du cas chinois nous a permis de démontrer qu'il n'existe pas une seule forme du **Shadow Banking** applicable au système financier global mais plusieurs formes ; car chaque pays possède une forme spécifique du **Shadow Banking**.

En effet ; les deux premières économies mondiales possèdent un **Shadow Banking** comportant de manière générale les mêmes risques et avantages mais qui sont relativement différents de par les entités qui y prennent part et les activités qui y sont effectuées, toute ces caractéristiques rendent la mise au point des propositions réglementaires de ce dernier difficile.

D'après toute les recommandations et les rapports visant à définir ce système du **Shadow Banking** et renforcer sa stabilité que nous avons consultés ; et après avoir analysé

## *Conclusion générale*

une grande partie de ceci nous nous somme faite la réflexion que cet objectif est encore loin d'être atteint.

En effet ; la réponse traditionnelle des régulateurs à une crise économique consiste à renforcer les réglementations en vigueur et améliorer les dispositifs de surveillance, ces derniers ont supposé que cette réglementation et ces dispositifs de surveillance mis en place pour encadrer les acteurs du **Shadow Banking** contribuent à la stabilité de ce dernier, alors que ce n'est pas le cas ; donc cette réglementation doit encadrer l'activité du **Shadow Banking** et non pas ses acteurs ; car les acteurs peuvent changer a tous moment mais l'activité reste toujours là même ; ce qui nous a amené à dire que le risque de ce système est toujours existant à nos jours.

## Bibliographie

### ❖ Ouvrages

- Jacques Attali, « La crise et après », édition actualisée le livre de poche, 2008 p17-25.
- J-L, RIESSLANGE ; M, CONTAMINREA YNAUD. « *Droit bancaire* ». 6ème éd. Paris: Ed Dalloz, 1995, p. 654.
- J-P BERTREL ; M. JEAMIN. « *Droit de l'ingénierie financière* ». Paris :Ed LITEC, 1990, p. 240.

### ❖ Revues et périodiques

- Shadow Banking ; Revue d'économie Financière 2012/1 N 105/ Page 164 disponible sur [file:///C:/Users/HP/Documents/Mémoire%20de%20fin%20d'étude%20JB/shadow%20banking%202/JB/ECOFI\\_105\\_0157.pdf](file:///C:/Users/HP/Documents/Mémoire%20de%20fin%20d'étude%20JB/shadow%20banking%202/JB/ECOFI_105_0157.pdf).
- Revue sur le sous-système des Shadow Banks sponsorisées par le gouvernement disponible <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-1-page-157.htm>.

### ❖ Articles

- MELCHIOR Cercle Turgot et Laboratoire Régulation Financière, Sous la direction de Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart.
- Note de BSI Economics sur l'architecture internationale de la régulation financière, publiée en juin 2017).
- Axelle Arquié (Paris 1, Natixis) et Patrick Artus (Paris 1, Natixis) titré « Mesurer le système bancaire de l'ombre au sein de la zone euro ».
- capital.fr entreprise/ marché monétaire. Disponible sur <https://www.capital.fr/entreprises-marches/marche-monetaire-1339724>.
- Smith, L. (n.d.) A safer Money Market with Rule 2a-7. <http://www.investopedia.com/articles/mutualfund/10/a-safer-money-market-2a7.asp>
- sous-système sponsorisé par le gouvernement disponible sur <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-1-page-157.htm> .
- blog Nalo.FR disponible sur <https://blog.nalo.fr/etf-trackers-fonds-indiciels/>.
- financement participatif disponible sur <https://www.economie.gouv.fr/cedef/financement-participatif>.
- Financement participatif disponibles sur <https://levee-de-fonds.ooreka.fr/astuce/voir/301176/financement-participatif-qu-est-ce-que-c-est>.
- E-gold était une e-devise (devise en or numérique) et le nom de la compagnie qui exploitait cette monnaie. Son ambition fut de mettre en place une monnaie mondiale alternative convertible en or par *Gold & Silver Reserve Inc* disponible sur <https://fr.wikipedia.org/wiki/E-gold>.

- Le protocole ou algorithme de minage Equihash est l'un des nombreux protocoles ou algorithmes de minage qui existent dans le monde minier. Disponible sur <https://academy.bit2me.com/fr/qu%27est-ce-que-l%27algorithme-de-minage-equihash/>.
- banque ooreka.com fonctionnement de la monnaies virtuel, disponible sur <https://banque.ooreka.fr/astuce/voir/480067/monnaie-virtuelle>.
- ABC BOURSE disponible sur [https://www.abcbourse.com/apprendre/20\\_originateur.html](https://www.abcbourse.com/apprendre/20_originateur.html).
- Stabilité financière définition disponible <http://www.bsi-economics.org/944-reponses-risques-shadow-banking-cg>.
- le minage algorithme crypto monnaie disponible sur <https://academy.bit2me.com/fr/qu%27est-ce-que-l%27algorithme-de-minage-equihash/>.
- La règle 2a 7 disponible sur <https://translate.google.com/translate?hl=fr&sl=en&u=https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/10/a-safer-money-market-2a7.asp&prev=search&pto=aue>.
- Article sur pawn shop disponible sur <http://www.revue-banque.fr/risques-reglementations/article/shadow-banking-en-chine-risque-dangereux>.

## ❖ Mémoires et thèses

- Régulation de titrisation disponible sur <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO394.pdf>
- S. ARAB. « *La titrisation des créances bancaires* ». Mémoire de fin d'étude, ESB, 2008, P 4.
- Simon, Y. & Lautier, D. (2009). Titrisation : analyse économique et financière. [Fichier PDF]. Disponible sur ; [http://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/1224/Lautier\\_4.pdf?sequence=1](http://basepub.dauphine.fr/bitstream/handle/123456789/1224/Lautier_4.pdf?sequence=1).
- TADJEDDINE, Yamina. « *Le système du Shadow Banking Contribution à l'ouvrage Les Systèmes Financiers Mutations, crises et régulation* ». 4ème édition. Disponible sur [https://www.researchgate.net/publication/311515422\\_Le\\_shadow\\_banking](https://www.researchgate.net/publication/311515422_Le_shadow_banking).
- The Joint Forum (2009). Report on Special Purpose Entities. [Fichier PDF]. Disponible sur : <http://www.bis.org/publ/joint23.pdf>
- Winland, D. (2015). Shadow financing indirectly flowing into Chinese stock market. Disponible sur <http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1781188/shadow-financing-indirectly-flowing-china-stock-market>.

## ❖ Sites internet

- Acteurs hedge funds disponible <https://www.en-bourse.fr/boursopedia/hedge-fund/>.
- Acteur financement participative disponible sur <https://www.economie.gouv.fr/cedef/financement-participatif>.

- Accord tripartite. Disponible sur <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/tripartite/79735>.
- Crypto disponible sur [https://www.dbresearch.com/PROD/RPS\\_EN-PROD/PROD000000000516270/The\\_Future\\_of\\_Payments\\_Series\\_2\\_-\\_Part\\_II\\_When\\_di.pdf?undefined&reload=3hbIPISH3q3VTO8d89WTDiTy2RWo6O7D7d3bKVYvb3mC9do2EHfaQKhkS99OKZr41OVUwVjCdt53i2a4Wogqgw==](https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000516270/The_Future_of_Payments_Series_2_-_Part_II_When_di.pdf?undefined&reload=3hbIPISH3q3VTO8d89WTDiTy2RWo6O7D7d3bKVYvb3mC9do2EHfaQKhkS99OKZr41OVUwVjCdt53i2a4Wogqgw==).
- Junk grade disponible sur <https://www.cafedelabourse.com/lexique/definition/junk-bond>.
- Le «Shadow Banking» devient un fléau national en Chine disponible <https://www.lefigaro.fr/mon-figaro/2013/07/21/10001-20130721ARTFIG00114-le-shadow-banking-devient-un-fleau-national-en-chine.php>
- Money market fund disponible sur <https://www.sec.gov/spotlight/money-market.shtml>.
- Monnaie virtuel bitcoins fonctionnement <https://banque.ooreka.fr/astuce/voir/480067/monnaie-virtuelle>.
- Rôle et définition marché monétaire <https://www.capital.fr/entreprises-marches/marche-monetaire-1339724>.
- Rôle et définition marché monétaire disponible sur <https://www.capital.fr/entreprises-marches/marche-monetaire-1339724>.
- Risque systémique disponible sur <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/crises-economiques/mecanique-des-crises/risque-systemique/>.
- Stratégie des Hedge Fund disponible sur <https://www.en-bourse.fr/boursopedia/hedge-fund/>.
- Taille du système disponible sur <https://www.cartefinancement.com/newsletter/faut-il-avoir-peur-du-shadow-banking/>.
- Un événement de risque extrême se produit lorsque la valeur d'investissement s'écarte de sa moyenne de plus de trois écarts types.  
Disponiblesur<https://translate.google.com/translate?hl=fr&sl=en&u=https://currency.com/tail-risk-definition&prev=search&pto=aue>.
- Un haircut, ou *décote* en français, est la différence entre la valeur de marché d'un actif et la valeur attribuée à cet actif lorsqu'il est utilisé comme garantie d'un prêt.  
Disponible sur <https://www.investopedia.com/terms/h/haircut.asp>.

## Liste des annexes

**Annexe 01** : Histoire de Fannie et Freddie avant la Crise de 2007.

**Annexe 02** : l'évolution du crypto monnaie.

**Annexe 03** : classification des notations.

**Annexe 04** : Recommandations relatives au prêt de titres et aux repos.

**Annexe 05** : La liste de recommandation relative au fond du marché monétaire.

**Annexe 06** : Recommandation relative à la titrisation.

## **Annexe n°01 : Histoire de Fannie et Freddie avant la Crise de 2007.**

### **➤ La grande Dépression**

Parmi les victimes de la Grande Dépression de 1929 aux Etats-Unis se trouvait le système des prêts hypothécaires. Les saisies immobilières aux débuts des années 30 étaient très répandues, contribuant à la faillite de milliers de banques et caisses d'épargne (S&L). En réponse à ces difficultés économiques, le Congrès américain crée, en 1932, le Federal Home Loan Bank System, ainsi que le Federal Home Loan Bank Board comme son régulateur. Constitué de 12 Federal Home Loan Banks régionales détenues par des S&L et quelques compagnies d'assurance, le FHLBS servait de réserve de crédit supportant le marché immobilier et soulageant les institutions hypothécaires ainsi que les propriétaires de maison en difficulté. Un an plus tard, le Congrès crée la Home Owners' Loan Corporation dont l'activité principale consistait à accorder des prêts hypothécaires à long terme à de nombreux propriétaires risquant de perdre leur maison. La Federal Housing Administration fut créée en 1934 afin de redynamiser le marché immobilier en offrant des assurances aux fournisseurs de prêts hypothécaires répondant aux normes imposées par celle-ci (que nous appellerons prêts hypothécaires conformes). En 1938, la Federal National Mortgage Association (FNMA ou Fannie Mae) fut à son tour créée dans le but d'acheter ces prêts hypothécaires garantis afin de réinjecter de la liquidité sur le marché de l'immobilier.

### **➤ Privatisation de Fannie Mae et Création de Ginnie Mae**

En 1968, sous les pressions budgétaires liées à la Guerre du Vietnam, l'administration Johnson décida de privatiser Fannie Mae afin de diminuer la dette publique de l'Etat. Cependant, malgré cette privatisation, Fannie Mae garda ses privilèges et ses relations étroites avec le gouvernement et eut de surplus droit à son propre régulateur : le Département of Housing and Urban Development. Dans un même temps, la Government National Mortgage Association (GNMA ou Ginnie Mae) fut établie afin de garantir les paiements provenant de MBS conformes (adossés à des prêts hypothécaires conformes).

### **➤ Création de Freddie Mac**

En 1970, deux ans après le passage de Fannie Mae en bourse, le gouvernement créa la Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC ou Freddie Mac) qui avait pour rôle d'acheter des prêts hypothécaires issus de l'industrie S&L et de les titriser. Cependant, Freddie Mac n'était pas contraint de n'acheter que des prêts conformes. Par conséquent, la même année, Fannie Mae reçut l'autorisation d'acheter des prêts hypothécaires n'étant pas garantis par la FHA afin d'accroître la concurrence et augmenter l'efficacité du marché immobilier secondaire. En 1989, suite à la crise des Savings and Loan, le Congrès signa le Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act qui réorganisa la structure de Freddie Mac. En effet, cette agence étant jusque-là détenue par les Federal Home Loan Banks

fut réorganisée de manière similaire à Fannie Mae, à savoir détenue par des actionnaires privés.

➤ **Réforme de 1992**

En 1992, le Congrès signa le Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act (plus communément appelé le GSE Act) afin de s'assurer que Fannie et Freddie desservait tous les types d'emprunteurs et de communautés. Le GSE Act exigeait à ces deux institutions d'acheter une certaine proportion de prêts accordés à des foyers à faible revenu, ainsi que des voisinages et minorités à faible revenu (Affordable Housing Goals). Cet acte a mis en place le Office of Federal Housing Enterprise Oversight qui est chargé de surveiller la stabilité financière des agences gouvernementales, tandis que le HUD devient alors le superviseur des missions de ces dernières.

## **Annexe n°02 : l'évolution du crypto monnaie.**

### **➤ Il y a un an nous avons déclaré**

Les crypto-monnaies deviendraient plus courantes. Facebook et PayPal ajouteront tous deux une capacité de crypto-monnaie à leurs portefeuilles au début de 2021. Facebook prévoit de lancer Libra 2.0 au début de 2021. Avec plus de 2,7 milliards d'utilisateurs (un tiers de la population mondiale), Facebook a maintenant le potentiel de rivaliser avec le Web traditionnel. Plates-formes de paiement et faire progresser les monnaies numériques dans le courant dominant. PayPal prévoit d'étendre davantage le déploiement à l'international et au reste de sa plate-forme, y compris Venmo, au cours du 1S21. Il s'agit d'un grand développement pour l'adoption de la cryptographie, car PayPal est l'un des plus grands fournisseurs de paiement au monde. Les services PayPal sont utilisés par plus de trois cent millions de clients dans le monde. Vingt-huit millions de magasins acceptent désormais PayPal comme mode de paiement. Les monnaies numériques des banques centrales (CBDC) seront largement débattues. Les Bahamas ont lancé la première CBDC nationale en octobre dernier, et la Suède et la Chine ont lancé des projets pilotes au début de 2020.

### **➤ Cette année envoi que**

La pandémie a accéléré le déclin des liquidités de quatre ou cinq ans. Le monde est passé de la question de savoir si les monnaies numériques réussiraient, mais comment et quand elles deviendront courantes. L'utilisation des crypto-monnaies pour les paiements s'accéléra. La consommation d'énergie pourrait entraver l'utilisation généralisée des crypto-monnaies et créer une presse négative. La vitesse de transaction reste faible pour la plupart des crypto-monnaies par rapport aux fournisseurs de cartes. La seule exception est Libra, qui devrait fonctionner sur FastPay. La vitesse de transaction de la Balance pourrait quadrupler la vitesse de transaction de la Balance. Les banquiers centraux et les décideurs vont réagir en accélérant leurs recherches existantes et en lançant des projets pilotes. La Chine continuera probablement de dominer la course. À long terme, les CBDC remplaceront les crypto-monnaies privées et deviendront la norme.

### Annexe n°03 : classification des notations.

Notes de catégorie d'investissement		Notes de catégorie spéculative	
AAA	Risque extrêmement faible	BB+	Risque assez élevé
AA+	Risque très faible	BB+	
AA		BB-	
AA-		B+	
A+	Risque faible	B	Risque élevé
A		B-	
A-		CCC	
BBB+	Risque modéré	CC	Défaut probable
BBB+		C	
BBB-			D

Source : Adapté de (Bloomfield Investment, 2015).

## **Annexe n°04 : Recommandations relatives au prêt de titres et aux repos.**

### **A. Recommandations politiques relatives à l'amélioration de la transparence**

1. Les autorités doivent collecter des données plus granulaires sur les expositions aux prêts de titres et aux repos parmi les grandes institutions financières internationales, de toute urgence.

2. Elles doivent collecter des types de données appropriées pour chacun des marchés, et pas nécessairement les mêmes pour les deux. Par exemple, pour le marché des repos, la collecte de données d'échange (flux) et de position (stock) serait adéquate. Tandis que pour le marché des prêts de titres, seule la collecte de données d'échange serait réellement utile. De plus, pour éviter que les participants des marchés ne profitent d'opportunités d'arbitrage réglementaire, il est nécessaire que la collecte se fasse de manière fréquente et aléatoire

3. Le total des données mensuelles, nationales et régionales pour les repos et les prêts de titres doit être agrégé par le CSF afin que ce dernier rapporte les tendances globales sur les marchés du financement des titres. Le CSF doit mettre en place des normes et des procédures pour la collecte et l'agrégation des données pour s'assurer de la cohérence de la collecte par les autorités concernées et minimiser les doubles comptabilisations au niveau global

4. Le Groupe de Travail d'Amélioration de la Divulgence d'informations doit améliorer la divulgation de certaines informations par les firmes opérant sur les marchés de financement des titres:

- a) La concentration de la contrepartie,
- b) La répartition par échéance des échanges ayant lieu dans les repos, les repos inversés, les titres prêtés et les titres empruntés,
- c) La composition des titres échangés sur ces deux marchés,
- d) La composition du collatéral reçu en échange d'un titre prêté,
- e) Les données concernant les marges de collatéral sur les deux marchés,
- f) Le pourcentage de pool de collatéral réaffecté,
- g) La répartition par activités effectuées pour son compte personnel et celles effectuées pour le compte de ses clients, sur les deux marchés,
- h) Le montant des indemnités reçues par les clients impliqués dans les opérations de prêts de titres, et le type de maturité de ces exigibilités éventuelles,
- i) L'exposition au risque de crédit réparti par titre prêté, titre emprunté, repos et repos inversé.

5. Les autorités doivent réviser les exigences de reporting aux investisseurs finaux des gestionnaires de fonds en considérant les recommandations du CSF quant aux informations devant être communiquées à ces investisseurs :

- a. Données globales : le total des titres prêtés, proportionnellement au total des actifs prêtables et au total des actifs sous gestion, et le montant absolu des comptes de repos et de repos inversés,

- b. Données sur la concentration : le top 10 des titres donnés comme collatéraux reçus par le prêteur, le top 10 des contreparties des repos, des repos inversés et des prêts de titres,
- c. Données sur la répartition concernant les opérations de repos et de prêts de titres: données réparties par type de collatéral, par devise, par maturité, par géographie.
- d. Données sur la réaffectation : proportion du collatéral reçu qui est réutilisé ou re-hypothéqué, comparé à la somme maximale autorisée, s'il y en a une.
- e. Données sur les revenus: comparaison entre les revenus émanant des opérations de repos et de prêts de titres et ceux provenant du réinvestissement de collatéral en espèces,
- f. Nombre de détenteurs et le montant des actifs détenus par chaque,
- g. La manière dont les titres reçus par la contrepartie sont détenus : séparée ou poolée.

## **B. Recommandations politiques relatives à la régulation**

6. Les autorités réglementaires responsables des entités non-bancaires qui opèrent sur les marchés de prêt de titres doivent implémenter des régimes réglementaires spéciaux au sein de leur juridiction. En effet, ces régimes doivent respecter les normes minimales relatives au réinvestissement des collatéraux monétaires pour limiter les risques de liquidité provenant de ces activités.

7. Les autorités doivent s'assurer que les régulations, dont sont sujettes les opérations de réaffectations des actifs des clients, soient conformes aux principes suivants :

- a. Les intermédiaires financiers doivent fournir les informations suffisantes à leurs clients quant aux opérations de réaffectation de leurs actifs, pour que ceux-ci puissent comprendre leurs expositions si jamais leur intermédiaire fait faillite;
- b. Dans les juridictions où cela est autorisé, les actifs des clients ne peuvent être réaffectés que pour financer leurs positions longues et couvrir leurs positions courtes, et non à une fin qui sert uniquement les intérêts de l'intermédiaire ;
- c. Seules les entités assujetties à la régulation adéquate des risques de liquidité sont autorisées à effectuer des opérations de réaffectation des actifs de leurs clients

8. Un groupe approprié d'experts sur la protection des actifs des clients doit examiner l'harmonisation possible des règles imposées sur ces actifs en matière de réaffectation, en prenant compte les implications de risque systémique du caractère légal, opérationnel et économique de la réaffectation.

9. Les autorités doivent adopter des normes réglementaires minimales en matière d'évaluation et de gestion du collatéral pour tous les participants aux marchés de repos et de prêts de titres.

## **Annexe n°05 : La liste de recommandation relative au fond du marché monétaire.**

### **A. Recommandations générales**

1. Définir de manière explicite les fonds du marché monétaire au sein de la régulation des organismes de placement collectif. Cette définition devrait s'assurer que tous les OPCs qui présentent des caractéristiques de MMFs sont effectivement englobés par la régulation des MMFs, même s'ils n'en portent pas le nom.

2. Appliquer des limites spécifiques sur les types d'actifs dans lesquels investissent les MMFs et sur les risques qu'ils peuvent prendre. Les MMFs ne devraient investir que dans des instruments des marchés monétaires de haute qualité et d'autres instruments à revenus fixes ayant une durée faible. De plus, les fonds ne devraient pas utiliser de produits dérivés, sauf si cette utilisation est conforme à leur stratégie d'investissement. Dans la lignée des recommandations du groupe de travail #1, les MMFs devraient également se voir imposer des limites de concentration et des ratios de diversification afin de réduire leur exposition à une entité unique.

3. Les régulateurs doivent surveiller de près le développement et l'utilisation d'autres véhicules similaires aux MMFs. Il faut à tout prix éviter la confusion des investisseurs entre les différents types d'organismes de placement collectif et également diminuer les risques d'arbitrage réglementaire.

### **B. Recommandations concernant l'évaluation des titres**

1. Les MMFs doivent respecter le principe de la juste valeur afin d'évaluer les titres qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles et appliquer la méthode des coûts amortis uniquement dans des circonstances spécifiques.

2. Une tierce partie devrait périodiquement revoir l'ensemble des procédures en place dans un MMF et analyser si elles sont toujours adéquates. Elle devrait également s'assurer que des actions sont entreprises pour remédier à des problèmes identifiés lors de cette révision.

### **C. Recommandations concernant la gestion de liquidité**

1. Les MMFs doivent établir des politiques et procédures adéquates afin de mieux connaître leurs investisseurs. Cela leur permettra de réduire l'éventualité d'une large demande de remboursements inattendue.

2. S'équiper d'une réserve de liquidité suffisante afin de renforcer leur capacité à absorber des pertes et diminuer le risque de fire sales.

3. Effectuer périodiquement des tests de résistance et entreprendre des actions appropriées lorsque ceux-ci révèlent certaines faiblesses.

4. Avoir des outils appropriés pour gérer des conditions de marchés exceptionnelles et des pressions importantes de r dempions. Parmi ces outils, il y a notamment la possibilité d'imposer des suspensions temporaires, des portes (gates) et/ou des rachats en nature (redemption in kind) afin de gérer un éventuel run.

#### **D. Recommandation concernant les MMFs qui offrent une VL stable**

Ils devraient être sujets à des mesures élaborées pour réduire les risques spécifiques associés à une VL stable et pour internaliser les coûts liés à ces risques. Les régulateurs devraient imposer, lorsque cela est possible, une conversion à une VL flottante. Dans le cas contraire, des garanties devraient être introduites afin de renforcer la résilience des VL stables et la capacité à faire face à des demandes de remboursements importantes.

#### **E. Recommandations concernant l'utilisation des notations**

1. Renforcer les pratiques d'évaluation des risques de crédit des MMFs et éviter une confiance mécanique dans les notations externes.

2. Les superviseurs des agences de notation doivent s'assurer que ces dernières rendent leurs méthodologies de notation plus explicites pour les MMFs.

#### **F. Recommandations concernant la divulgation d'informations aux investisseurs**

1. La documentation des MMFs doit stipuler de manière évidente qu'ils ne bénéficient pas de garanties de capital et que les investisseurs courent un risque réel de perte.

2. Ils doivent divulguer à leurs investisseurs toutes les informations adéquates en ce qui concerne leur procédure d'évaluation ainsi que les procédures applicables en période de stress.

#### **G. Recommandation concernant les pratiques des MMFs liées aux repos**

Les régulateurs doivent analyser les risques que prennent les MMFs lorsqu'ils opèrent sur les marchés de repos et développer des lignes de conduites si nécessaire. En effet, les MMFs sont des prêteurs importants sur les marchés de repos et ces transactions constituent une partie importante de leurs portefeuilles.

## **Annexe n°06 : Recommandation relative à la titrisation.**

### **A. Alignement des objectifs et rétention du risque**

Ces recommandations ont pour objectif de fournir une plus grande clarté, de réduire les risques provenant de l'émergence de barrières potentielles dans les opérations transfrontalières de titrisation et d'améliorer la protection des investisseurs.

1. Evaluer et formuler les approches visant à aligner les objectifs, ainsi que fixer une date d'échéance pour leur implémentation.

2. Etablir les éléments de cette approche, en sachant que l'approche préférée est la rétention du risque. Lorsque cette dernière est effectivement l'approche choisie, la législation, la régulation et/ou les orientations stratégiques qui sont en application doivent répondre aux éléments suivants:

- a. La partie sur laquelle s'applique les obligations (régime direct, indirect);
- b. Les exigences de rétention du risque autorisées (verticale, horizontale);
- c. Les exceptions éventuelles à ces exigences.

Lorsque la rétention du risque n'est pas l'approche choisie, la juridiction doit expliquer son choix à la Peer Review mentionnée ci-dessous.

3. Minimiser les effets négatifs potentiels des transactions transfrontalières de titrisation résultant des approches différentes d'alignement des objectifs selon les juridictions. Afin de promouvoir une implémentation harmonieuse des différentes approches, l'OICV effectue les recommandations suivantes:

a. Encourager la mise en place d'un groupe de travail transectoriel, chargé de développer des principes généraux relatifs à l'alignement des objectifs et la rétention du risque afin d'aider les différentes juridictions à mettre en place, de manière globalement harmonieuse, la recommandation#1.

b. Lorsque les juridictions ont finalisé l'implémentation de leur approche, le Comité d'Evaluation de l'OICV effectuera une Peer Review pour évaluer les différentes approches dans le but d'assurer la convergence et l'harmonisation de celles-ci.

### **B. Transparence et Standardisation**

1. Les membres de l'OICV doivent travailler à un niveau national ou régional, avec les autres autorités impliquées dans les exigences relatives à la divulgation d'informations pour continuer la standardisation des modèles de reporting par types d'actifs. L'OICV doit développer des principes généraux pour que les législateurs et régulateurs assurent la convergence de ces modèles à travers les différentes juridictions.

2. Améliorer la disponibilité de certaines informations nécessaires aux investisseurs, pour leur permettre de prendre des décisions d'investissements en étant mieux informés. En particulier, les investisseurs devraient:

a. Recevoir les informations appropriées afin de pouvoir évaluer la performance d'un produit titrisé;

b. Recevoir gratuitement les outils de modélisation leur permettant d'effectuer les analyses des cash-flows des transactions de titrisation;

c. Avoir un accès équitable à tous les documents et données que reçoivent les agences de notation afin d'évaluer la solvabilité d'un produit titrisé.

### **C. Autres inquiétudes à prendre en compte**

1. Evaluer les différences entre le traitement des fonds propres et des liquidités en ce qui concerne les produits structurés et les autres types de financement structuré ou collatéralisé, et analyser si ces différences se justifient selon leurs risques respectifs.

2. Améliorer l'harmonisation des approches de consolidation des véhicules de titrisation pour s'assurer que les exigences relatives à la rétention du risque ne pénalisent pas les originateurs selon les règles comptables en application dans leur juridiction.

3. Développer des lignes directrices pour certaines mesures afin d'éliminer ou réduire les effets négatifs potentiels des différences transfrontalières de régulation des transactions de titrisation.

4. Supporter le développement de produits standardisés et moins complexes et encourager des produits titrisés plus liquides sur une base nationale et internationale.

5. Encourager l'implémentation à un niveau national des principes du CSF visant à améliorer la stabilité du marché immobilier, qui constitue une partie significative dans la chaîne de titrisation des RMBS.

## Tables des matières

<i>Introduction générale</i> .....	7
<b><u>Chapitre I : Généralité et genèse du Shadow Banking</u></b> .....	16
<i>Introduction</i> .....	16
<b>Section 1 : Genèse et développement du Shadow Banking</b> .....	17
1.1 <i>L'origine et évolution du Shadow Banking</i> .....	17
<b>Section 2 : Présentation du Shadow Banking</b> .....	23
<b>2.1 Définitions du Shadow Banking</b> .....	23
2.1.1 <i>Selon Paul McCulley</i> .....	23
2.1.2 <i>Selon le conseil de stabilité financière (CSF)</i> .....	23
2.1.3 <i>Selon la banque centrale européenne (BCE)</i> .....	24
2.1.4 <i>Selon Yamina Tadjeddine</i> .....	24
<b>2.2 Les acteurs</b> .....	24
2.2.1 <i>Fond du Marché Monétaire (Money Market Funds)</i> .....	25
2.2.1.1 <i>Définition et rôle du marché monétaire</i> .....	25
2.2.1.2 <i>Fonctionnement</i> .....	26
2.2.1.3 <i>la réglementation avant la crise 2008</i> .....	27
2.2.1.4 <i>Le rôle des MMF au sein du Shadow Banking</i> .....	27
2.2.2 <i>Les agences gouvernemental</i> .....	28
2.2.2.1 <i>définition</i> .....	28
2.2.2.2 <i>Fonctionnement</i> .....	28
2.2.2.3 <i>Le rôle des agences gouvernemental</i> .....	29
2.2.3 <i>Fond de placement/ investissement – Credit Investment Funds</i> .....	30
2.2.4 <i>Fond indiciel cotés au index trackers- Exchange traded funds (ETF)</i> .....	30
2.2.4.1 <i>Présentation</i> .....	30
2.2.4.2 <i>Typologie</i> .....	30
A. <i>Index-Based ETF</i> .....	30
B. <i>ETF gérés activement</i> .....	31
2.2.5 <i>Fond spéculatif crédit Hedge funds (CHF)</i> .....	31
2.2.5.1 <i>Présentation</i> .....	31

2.2.5.2 Les stratégies d'arbitrage (relative value arbitrage .....	31
A. Les fonds d'arbitrage sur titre convertible (convertible arbitrage.....	31
B. Les fonds d'arbitrages sur les marchés obligataires (Fixed income arbitrage).....	32
C. Les fonds d'arbitrages statistique (Equity market neutral).....	32
2.2.5.3 Les stratégies dites évènementiels (Event drivent).....	32
2.2.5.4 Les stratégie directionnels (Tactical Trading).....	32
A. Les fonds global macro .....	32
B. Les Fonds long/short equity Hedge .....	32
C. Coûts et risques spécifique.....	32
2.2.6 Fond de Private Equity-Private Equity Funds (PEFs).....	33
2.2.7 Courtier en valeur- Securities broker dealer .....	33
2.2.8 Entités de titrisation- Securitization Entities .....	34
2.2.9 Garants financiers- Financial Guarantors .....	34
2.2.10 Entreprises financières- Finance compagnies .....	34
2.2.11 Financement participatif .....	34
2.2.12 Les plateformes de monnaie virtuelles .....	35
<b>Conclusion .....</b>	<b>36</b>
<b><u>Chapitre II : Fonctionnement et sécurisation du Shadow Banking</u> .....</b>	<b>38</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>38</b>
<b>Section 1 : Fonctionnement du Shadow Banking.....</b>	<b>39</b>
1.1 Le mécanisme du système Shadow Banking .....	39
A. Le sous-système sponsorisé par le gouvernement.....	40
B. Le sous-système interne du Shadow Banking .....	40
C. Le sous-système externe du Shadow Banking.....	40
1.2 Les activités du système Shadow Banking .....	41
1.2.1 La titrisation .....	41
1.2.1.1 Définitions .....	41
1.2.1.2 Fonctionnement .....	42
1.2.1.3 Les intervenants d'une opération de titrisation.....	44
A. Le cédant .....	45
B. Agence de notation .....	46

C. Gestionnaire d'actif .....	46
D. Garrant .....	46
E. Arrangeur .....	46
F. Originateur .....	46
G. Fond commun de créances .....	47
H. Recouvreur .....	47
I. Dépositaire .....	47
J. Investisseur .....	47
1.2.1.4 Risque posé par la titrisation .....	47
1.2.2 Repos .....	48
1.2.2.1 Définition .....	48
1.2.2.2 Les types de repo .....	49
A. Le prêt de titres détenus par les investisseurs institutionnels .....	49
B. Le financement du levier et le prêt temporaire de titres destinés au hedge funds .....	49
C. Le besoin collatéral de haute qualité .....	49
D. Refinancement des banques et des brokers dealers .....	49
1.2.2.3 Caractéristique .....	50
1.2.2.4 Risque posés par les repos .....	50
1.2.3 Prêts de titres .....	51
1.2.3.1 Définition .....	52
1.2.3.2 Fonctionnement .....	52
1.2.3.3 Risque posés par les prêts et titres .....	53
1.2.4 Avantage du Shadow Banking .....	54
1.2.4.1 Avantage de la titrisation .....	54
A. Avantages pour les acteurs impliqués .....	54
B. Avantages pour l'économie .....	54
1.2.4.2 Avantages des repos .....	55
A. Avantages pour les acteurs impliqués .....	55
B. Avantages pour l'économie .....	56
1.2.4.3 Avantages des prêts de titres .....	56
A. Avantages pour les acteurs impliqués .....	56
B. Avantages pour l'économie .....	57

<b>Section 2 : La sécurisation du Shadow Banking</b> .....	<b>58</b>
<b>2.1</b> <i>Conseille de stabilité financière</i> .....	58
2.1.1 <i>Définition</i> .....	58
2.1.2 <i>Rôle dans la régulation du Shadow Banking</i> .....	59
2.1.3 <i>Les Cinq groupe de travail du conseil de stabilité</i> .....	59
2.1.3.1 <i>Groupe de travail 1</i> .....	59
2.1.3.2 <i>Groupe de travail 2</i> .....	59
2.1.3.3 <i>Groupe de travail 3</i> .....	59
2.1.3.4 <i>Groupe de travail 4</i> .....	60
2.1.3.5 <i>Groupe de travail 5</i> .....	60
<b>2.2</b> <i>Comité de bale sur le contrôle bancaire</i> .....	60
2.2.1 <i>Définition</i> .....	60
2.2.2 <i>Rôle dans la régulation du Shadow Banking</i> .....	61
<b>2.3</b> <i>Commission Européenne</i> .....	61
2.3.1 <i>Définition</i> .....	61
2.3.2 <i>Rôle dans la régulation du Shadow Banking</i> .....	61
<b>2.4</b> <i>Organisation internationale des commissions de valeur</i> .....	62
2.4.1 <i>Définition</i> .....	62
2.4.2 <i>Rôle dans la régulation du Shadow Banking</i> .....	62
A. <i>Recommandation concernant les MMF</i> .....	62
B. <i>Recommandation concernant la titrisation</i> .....	63
<b>Conclusion</b> .....	<b>64</b>

### **Chapitre III : Le Shadow Banking en Chine**..... **67**

#### **Introduction** .....

#### **Section I : Présentation du système financier Chinois**..... **67**

<b>1.1</b> <i>Le système financier Chinois</i> .....	67
A. <i>Les banques commerciales</i> .....	68
B. <i>Les banques politiques</i> .....	68
C. <i>Les banques commerciales urbaines</i> .....	68
D. <i>Institutions financières rurales</i> .....	68
E. <i>Banque commercial par action</i> .....	68
F. <i>Banques étrangères</i> .....	69
G. <i>Institutions financières non bancaires</i> .....	69

<b>1.2 Shadow Banking en Chine</b> .....	69
1.2.1 <i>Definition</i> .....	69
1.2.2 <i>Taille et causes du développement</i> .....	70
1.2.2.1 <i>Taille du Shadow Banking en Chine</i> .....	70
1.2.2.2 <i>Cause de la croissance élevée du Shadow Banking en Chine</i> .....	71
<b>1.3 Activités et acteurs</b> .....	72
1.3.1 <i>Activités effectuées par les banques</i> .....	72
1.3.1.1 <i>Produits de gestion du patrimoine (Wealth Management Product)</i> .....	72
1.3.2.1 <i>Coopération avec les sociétés fiduciaires (trusts)</i> .....	74
1.3.3.1 <i>Coopération avec les sociétés de titre</i> .....	74
1.3.4.1 <i>Actif interbancaire : acceptation bancaire et prêts confiés</i> .....	76
1.3.2 <i>Activité effectuées par des institutions financières non-bancaires (NBFI)</i> .....	76
1.3.2.1 <i>Prêts fiduciaires (trust loan)</i> .....	76
1.3.2.2 <i>Micro crédit</i> .....	77
1.3.2.3 <i>Prêts sur gage (PawnShops)</i> .....	77
1.3.2.4 <i>Leasing financier</i> .....	77
1.3.3 <i>Activités effectuées par des institutions non financières</i> .....	78
1.3.3.2 <i>Micro finance en ligne</i> .....	78
1.3.4 <i>Garantie de crédit</i> .....	78
<b>Section 2 : Etude comparative entre le Shadow Banking américain et chinois</b> .....	79
2.1 <i>Comparaison avec le Shadow Banking des Etats Unis</i> .....	79
2.2 <i>Avantages et risques du Shadow Banking en Chine</i> .....	81
2.2.1 <i>Les risques</i> .....	81
2.2.2 <i>Avantages</i> .....	82
2.3 <i>Régulation appliqué au Shadow Banking en Chine</i> .....	82
2.4 <i>Le Shadow Banking Chinois causera t'il la prochaine crise financière</i> .....	84
<b>Conclusion</b> .....	87
<b>Conclusion générale</b> .....	89
<i>Bibliographie</i> .....	92
<i>Annexes</i> .....	96
<i>Table des matières</i> .....	109

## *Résumé*

La crise financière de 2007 a mis en lumière l'existence d'un système financier parallèle et a exposé les risques que l'économie doit assumer en raison de son absence de réglementation. Ce système, qui est maintenant connu sous le nom de **Shadow Banking** à la particularité d'être très opaque et d'une combinaison d'activités très complexes qui se déroulent en dehors de la banque traditionnelle.

En Chine il est devenu en quelques années une source majeure de financement de l'économie, son développement s'explique par les différents acteurs qui interviennent tels que les prêteurs sur gage, trusts, ou d'autres organismes de garanties.

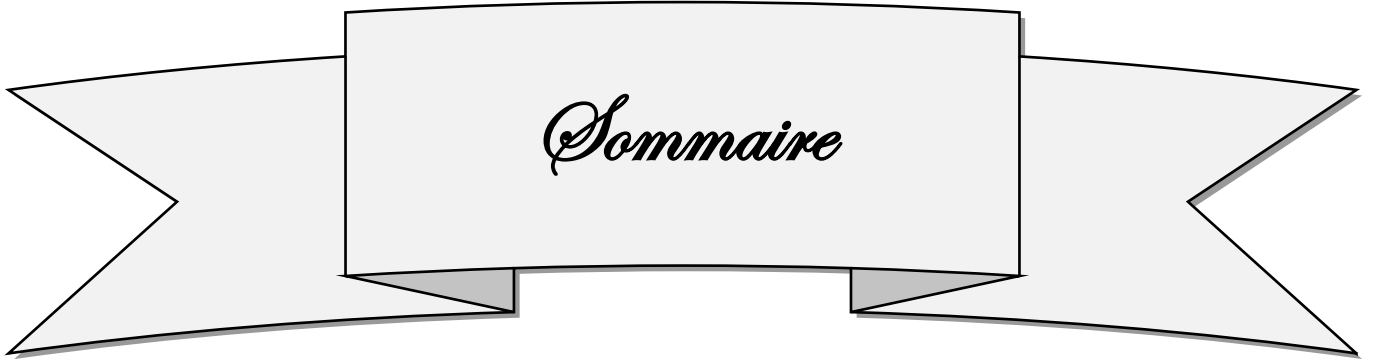
**Mots clés:** crise financière, système financier, Shadow Banking, économie, financement.

## *Summary*

The 2007 financial crisis highlighted the existence of a shadow financial system and exposed the risks the economy faces due to its lack of regulation. This system, which is now known as **Shadow Banking**, has the particularity of being very opaque and of a combination of very complex activities that take place outside the traditional banking system.

In China, it has become in a few years a major source of financing of the economy its development in China is explained by the various actors, which intervene such as the lenders of pawn, trusts, or other agency of guarantees.

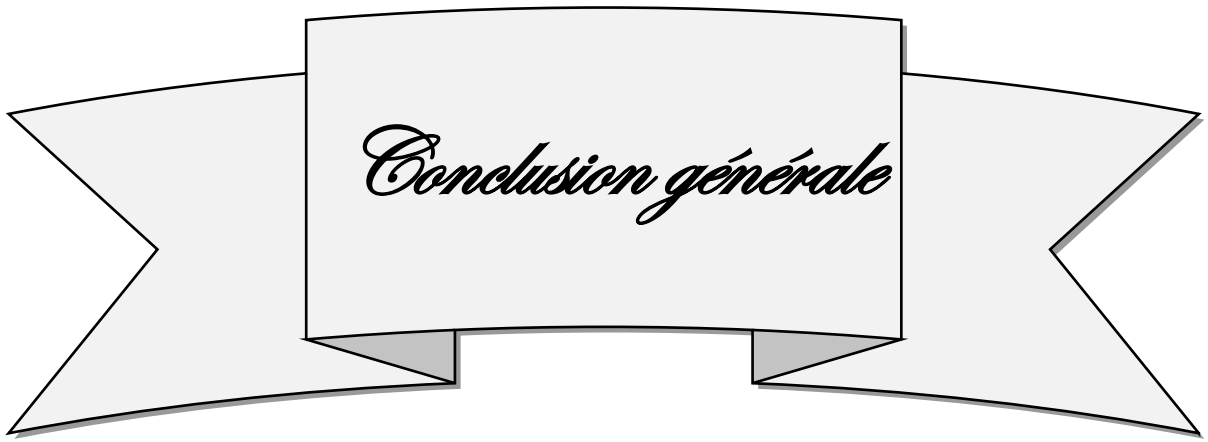
**Keywords:** financial crisis, financial system, Shadow Banking, economy, financing.



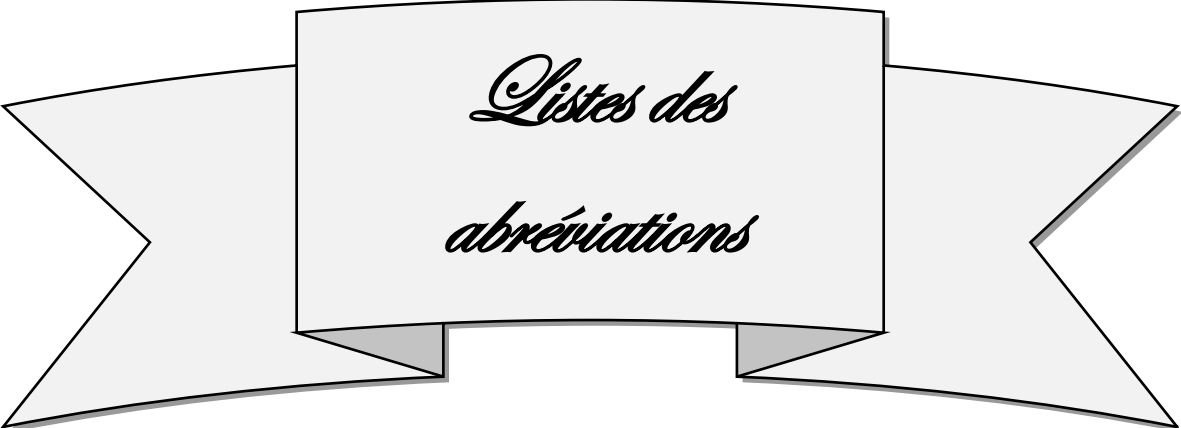
*Sommaire*



*Introduction générale*

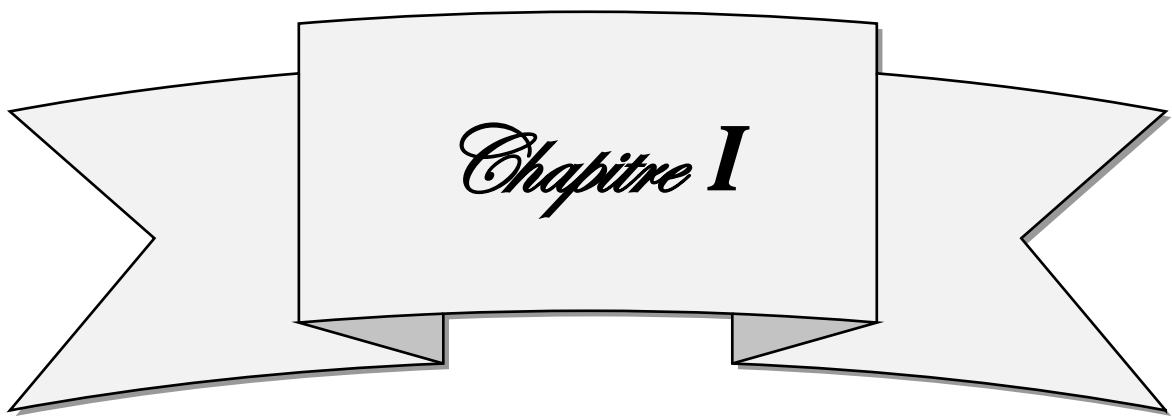


*Conclusion générale*

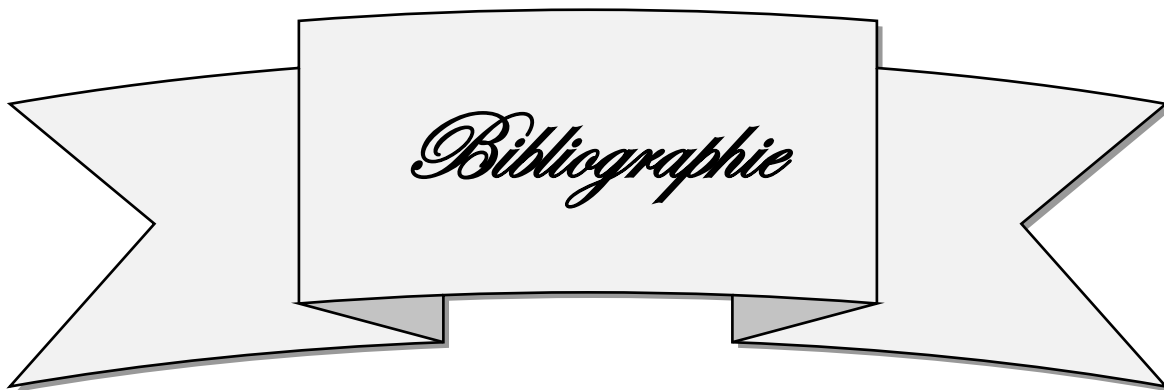


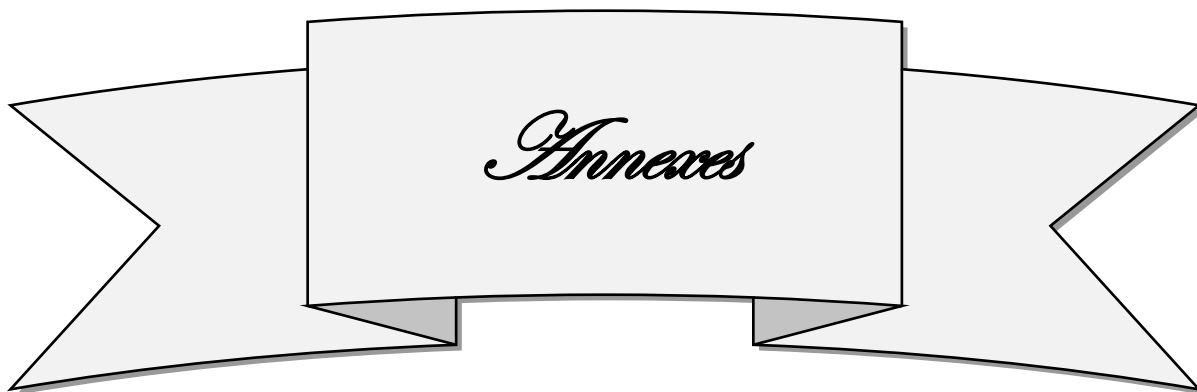
*Listes des  
abréviations*





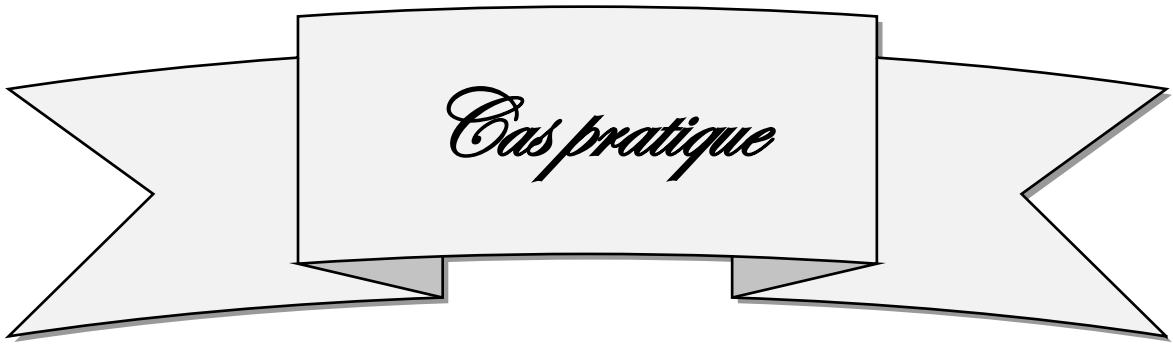
*Chapitre I*











*Cas pratique*