

Centres financiers *offshore* et système bancaire “fantôme”

La crise financière a mis en lumière le rôle décisif joué par le système bancaire “fantôme” – expression qui recouvre la plupart des acteurs financiers non régulés – dans la propagation du risque systémique. Certaines de ces institutions ont profité des contournements possibles de la régulation en se domiciliant dans les centres financiers *offshore*. Le concept usuel en France de “paradis fiscal” est devenu de fait trop limitatif pour qualifier des territoires qui sont aussi source d'évasion réglementaire et juridique. Les centres financiers *offshore* (CFO) ou “paradis prudentiels” font ainsi figure de “lignes de faille” de la supervision macroprudentielle nécessaire à la stabilité du système financier. Comment éviter qu'ils ne constituent des angles morts de la régulation financière ?

En dépit des indices soulignant leur rôle dans des stratégies financières opaques, le manque de données et d'analyses opérationnelles empêche souvent d'aller au-delà de la dénonciation de certains États. Cette note vise à cerner ce concept de “CFO”, flou du

point de vue juridique, en explorant les données révélant leur rôle de production d'ingénierie financière pour le reste du monde. Elle donne un aperçu du degré d'imbrication des centres *offshore* dans les places financières classiques, élément important durant la crise et qui conduit à plusieurs préconisations de régulation financière.

Afin d'éroder leur attractivité, une solution pour le régulateur consiste à renchérir le coût d'exposition des institutions bancaires conventionnelles à ces circuits “dérogatoires”. Il s'agit tout d'abord d'organiser une surveillance fiscale, juridique et prudentielle de ces centres et des innovations financières qui s'y développent. Le contrôle des transactions des institutions régulées avec les moins régulées impose également de pouvoir mesurer leur degré d'exposition selon la résidence des contreparties, afin de s'assurer que celles-ci disposent d'une couverture suffisante au regard des prises de position considérées risquées. ■

PROPOSITIONS

- 1 Élaborer une notation multicritère (fiscalité, ratios prudentiels, poids du système fantôme, etc.) des centres financiers *offshore* afin d'améliorer la transparence de leur régulation fiscale et prudentielle.
- 2 Imposer aux institutions bancaires *onshore* de révéler la localisation effective de leur exposition ultime aux risques *offshore*.
- 3 Instaurer au sein de la BRI ou du FMI une division chargée du risque systémique, de la régulation et de l'innovation financière, y compris de celle qui se crée *offshore*.
- 4 Contraindre les institutions bancaires à disposer d'un capital de réserve adéquat au regard de leur contribution au risque systémique, prenant en considération leurs réseaux d'interdépendances.

LES ENJEUX

La notion de “paradis fiscal” se réfère principalement aux lieux favorisant les opérations de blanchiment et d’évasion fiscale. Sur le terrain du recyclage de l’argent sale, des progrès importants ont été enregistrés dans les années 2000⁽¹⁾. L’action internationale a également permis une avancée significative contre le secret bancaire avec le travail d’identification des “paradis fiscaux” par l’OCDE (listes noire et grise) et surtout le processus d’examen par les pairs visant à l’application de normes internationales de transparence et l’échange de renseignements fiscaux⁽²⁾. Dans la ligne des travaux du G20 et de l’OCDE, la France a établi en 2010 une liste évolutive de dix-huit territoires “non coopératifs” en matière d’échanges de renseignements fiscaux, avec pour objectif de taxer lourdement les entreprises françaises ne pouvant justifier la localisation de leurs actifs dans des paradis fiscaux⁽³⁾.

En outre, la présence de ces territoires au cœur de montages financiers opaques et douteux⁽⁴⁾ a mis en évidence leur influence structurelle et potentiellement déstabilisante sur le système financier. C’est cette dimension moins explorée, liée à leur impact sur le risque systémique, qui nous intéresse ici. S’il semble difficile d’envisager une convergence internationale des normes prudentielles et de la fiscalité, il est indispensable de chercher à mieux maîtriser l’architecture des transactions et les canaux de la création de liquidité mondiale qui alimente des bulles à répétition. C’est pourquoi il est nécessaire de combler le fossé d’information concernant l’exposition des centres *offshore* au système bancaire “fantôme”.

DU CONCEPT DE “PARADIS FISCAL” AU CENTRE FINANCIER *OFFSHORE*

La notion de “paradis fiscal” utilisée en France qualifie généralement les territoires à faible niveau d’imposition et à grande opacité en matière d’information. Ces caractéristiques induisent une forte attractivité des juridictions⁽⁵⁾, conduisant à un surdimensionnement des activités financières par rapport au reste de la production. Les paradis fiscaux sont passés de fait d’un rôle historique d’évasion fiscale “physique” à la production à distance de services financiers aux non-résidents⁽⁶⁾ : moins exigeants du point de vue des normes prudentielles, ces paradis permettent de diminuer les coûts d’intermédiation. L’expression “paradis fiscal” est ainsi fréquemment remplacée par celle de “centre financier *offshore*”, où la notion de “*offshore*” n’a pas de sens géographique mais souligne une distance par rapport à des normes réglementaires et prudentielles standard⁽⁷⁾. Afin d’appréhender les “paradis fiscaux” au sens large, il est possible soit d’étudier leurs critères normatifs définis *a priori*, soit d’observer *a posteriori* leur structure de production atypique, où la finance est hypertrophiée.

Un environnement réglementaire et fiscal permissif

La première option consiste donc à examiner le caractère dérogatoire de l’environnement réglementaire et fiscal qui caractérise certaines zones, avec l’idée que les brèches légales créent un contexte favorable au blanchiment, à l’évasion fiscale ou à des arbitrages financiers risqués.

Une faible imposition est le premier critère pour définir un CFO. Mais à partir de quel niveau ou étroitesse de base d’imposition commence “le paradis” ? Le caractère attractif de la fiscalité varie également selon le type de contribuable, d’activité ou de structure juridique. Il va de l’absence d’imposition directe (Bahamas, Bahreïn, Monaco, Bermudes, Vanuatu), à l’exemption d’impôt pour les sociétés internationales qui s’enregistrent *offshore*⁽⁸⁾ (Antigua-et-Barbuda, Macao, Sainte-Lucie, Brunei), pour les bénéficiaires réalisés hors du pays (Panama, Hong Kong, Seychelles), ou pour certaines structures à responsabilité limitée : holdings (Luxembourg), fondations (Liechtenstein),

[1] La création du Groupe d’action financière en 1989 a entraîné en 2003 l’élaboration de 49 normes de lutte contre le blanchiment et une publication régulière des pays non coopératifs. Depuis, ce comité, aidé par le FMI, assure également un suivi et un appui à la mise en conformité des pays qui ne les appliquent pas encore.

[2] Voir les progrès accomplis sur le site du Forum mondial sur la transparence et l’échange de renseignements à des fins fiscales, www.oecd.org/fiscalite/transparence.

[3] Les taux de retenue à la source sur les revenus passifs (dividendes, intérêts, redevances) sont relevés à 50 % dès lors qu’ils sont versés dans une entité présente sur un territoire non coopératif (article 238-0-A et 238-A des lois de finances 2010 et 2011).

[4] Les faillites de Lehman Brothers et Northern Rock, la pyramide de Ponzi de Bernard Madoff, la marée noire de BP, les affaires Enron, Parmalat, Clearstream, etc., ont toutes mis en évidence des liens entre ces entreprises et des montages financiers dans des paradis fiscaux.

[5] Notion anglo-saxonne permettant d’englober les pays et les entités territoriales à souveraineté spécifique, ou encore les zones franches.

[6] IMF (2000), *Offshore Financial Centers: IMF Background Paper*, Monetary and Exchange Affairs Department, juin.

[7] Pour une analyse détaillée de l’évolution du rôle des paradis fiscaux et de leur fonction dans le système financier mondial, voir Palan R., Murphy R. et Chavagneux C. (2010), *Tax Havens, How Globalization Really Works*, Cornell University Press.

[8] Les sociétés internationales *offshore* ou *International Business Company* ou *Corporation* (IBC) sont des sociétés qui ne peuvent faire affaire dans la juridiction où elles sont incorporées (voir encadré 1).

centres de coordination⁽⁹⁾ (Belgique), trusts (Monaco), etc. D'autres pays disposent d'un niveau de prélèvements avantageux et complètent ce régime par des conventions fiscales relatives à la double imposition⁽¹⁰⁾ qui permettent aux sociétés de la minimiser drastiquement (Irlande, Pays-Bas, Chypre, Singapour).

Le défaut de transparence, autre caractéristique d'un CFO, s'exprime quant à lui par le relâchement de certaines contraintes réglementaires : secret bancaire qui assure aux clients la confidentialité de leurs activités, de l'origine des fonds et de leur identité ; facilité de création et d'enregistrement de tous types d'entreprises et d'utilisation de certains montages juridiques complexes. De façon pratique, cette opacité se traduit par un recours important aux fiducies (*trusts*) et autres structures juridiques à responsabilité limitée permettant de gérer des biens pour le bénéfice d'un tiers, et par l'absence d'information disponible concernant le bénéficiaire réel.

Contrairement à ce que l'on pourrait penser, ces caractéristiques s'accompagnent généralement d'une stabilité politique indispensable à l'attraction des capitaux étrangers⁽¹¹⁾, ce qui suppose une bonne image de marque, la signature de conventions fiscales internationales et le support d'un grand centre financier.

▼ Encadré 1

Les principales activités désormais développées dans les CFO

Multinationales, investisseurs et institutions financières ont recours aux CFO principalement pour optimiser leur imposition, notamment par des montages financiers, pour éviter certaines réglementations nationales et créer des "conduits" de gestion de certains actifs.

- **La banque internationale** : de nombreuses banques y gèrent leurs opérations de change extérieur et surtout leurs opérations "hors bilan", en y installant des filiales ou des véhicules d'investissement structurés (*structured investment vehicle* ou SIV), notamment durant la période récente d'explosion de la titrisation.
- **Le financement structuré**, via la création de fonds communs de créance (*special purpose vehicle* ou SPV) ou de SIV. Outils de transfert du risque de crédit d'un établissement à l'autre, les instruments structurés sont généralement gérés par des entités légales *ad hoc*, n'apparaissant pas dans le bilan des sociétés de gestion qui les créent. Certaines d'entre elles lèvent des capitaux sur les marchés.

- **L'assurance**, à travers la création de "captives d'assurance". Destinées à diminuer les frais d'assurance, les captives sont des filiales appartenant à de grandes entreprises, dont l'objet est d'assurer ou de réassurer tout ou partie des risques encourus par ces sociétés et leurs filiales. Par la mutualisation des risques internes et la possibilité pour les entreprises d'y placer leurs primes en étant peu imposées, elles jouent un rôle important dans leur gestion du risque.
- **La gestion d'actifs**, notamment à travers les fonds communs de placement ou fonds d'investissement alternatifs, comme les *hedge funds* ou les fonds indicels. Bénéficiant d'un cadre juridique souple, ces fonds permettent de mener des stratégies de gestion sur une grande diversité d'instruments financiers (titres, *futures*, options, obligations et devises).
- **Les activités de gestion spécifiques** : gestion de sociétés, qui y installent parfois leur maison-mère. Gestion de sociétés internationales *offshore*, sociétés à responsabilité limitée à structure minimale qui peuvent servir à toute opération de haut de bilan (émissions de titres, émissions obligataires), tout en étant généralement non imposées. Gestion de trusts, fondations et autres structures à responsabilité limitée qui permettent d'opérer une séparation juridique entre le patrimoine du constituant et les actifs de la structure choisie. Elles sont utilisées par des particuliers pour éviter l'imposition et surtout par des entreprises pour gérer la trésorerie d'opérations spécifiques (fusions-acquisitions ou *joint ventures*).

La différence entre centre financier *offshore* et centre financier conventionnel est vraisemblablement plus une question de degré que de substance, selon l'importance des caractéristiques juridiques et fiscales citées. C'est pourquoi aucun consensus ne se dégage, malgré les nombreuses listes de paradis fiscaux dressées depuis les années 2000, notamment par l'OCDE, le Groupe d'action financière et le *Tax Justice Network*, selon des critères d'identification spécifiques (blanchiment, opacité, ampleur des transactions financières, etc.). Les diverses taxinomies diffèrent essentiellement par l'étendue du périmètre défini par leurs auteurs. Il existe un consensus relatif sur les petites juridictions les plus influentes, qui combinent plusieurs des critères évoqués : ce sont pour la plupart des îles à faible population, généralement localisées près des côtes⁽¹²⁾ et disposant de peu de matières premières⁽¹³⁾. La majorité appartenait à l'Empire britannique et sont aujourd'hui des dépendances de la Couronne⁽¹⁴⁾

[9] Société appartenant à un groupe multinational et qui exerce pour des entreprises de ce groupe des activités financières de gestion de trésorerie, de comptabilité ou de conseil, bénéficiant en Belgique de règles fiscales spécifiques et d'un taux d'imposition particulièrement avantageux. Condamné par la Commission européenne, le statut de centre de coordination a été supprimé fin 2010. Afin d'éviter un exode de ces sociétés, une mesure originale (la déduction des taux d'intérêt notionnels) a été mise en place en 2006. Voir OCDE [2009], *Études économiques de l'OCDE : Belgique 2009*, p. 108-111.

[10] Ces conventions bilatérales, qui cherchent à éviter de taxer deux fois des revenus internationaux, permettent un abattement des dividendes, des intérêts ou des royalties provenant d'un pays tiers. À l'aide d'un montage financier, elles permettent également d'éviter les prélèvements à la source d'une société.

[11] Dharmapala et Hines montrent une corrélation robuste entre différentes composantes d'une bonne gouvernance et la probabilité d'être un paradis fiscal. Voir Dharmapala D. et Hines J. [2006], "Which countries become tax haven?", *NBER Working Paper*, 12802.

[12] Gallup J. D., Sachs J. D. et Mellinger A. [1999], "Geography and economic development", Harvard University Center for International Development, *Working Paper*, n° 1.

[13] World Bank [2006], *Where is the Wealth of Nations? Measuring Capital for the 21st Century*.

[14] Jersey, Guernesey, l'île de Man.

ou sous souveraineté du Royaume-Uni⁽¹⁵⁾. C'est le cas des Bermudes, des Caïmans, des Bahamas, de Jersey, de Guernesey et de l'île de Man, auxquelles s'ajoutent les cités-États comme Singapour ou Hong Kong. On y adjoint généralement des États plus importants qui cumulent imposition préférentielle, facilité réglementaire ou faible supervision financière. La classification établie par le FMI en 2000⁽¹⁶⁾ incluait non seulement les petites juridictions habituelles mais aussi Londres, certains États des États-Unis, l'Irlande et les Pays-Bas.

L'approche quantitative fait ressortir le rôle d'exportateurs d'ingénierie financière des CFO

La deuxième approche, plus empirique, consiste à étudier la structure de spécialisation des CFO⁽¹⁷⁾ afin de révéler tout surdimensionnement des activités financières, signe d'un fonctionnement atypique. Pour donner une définition opérationnelle, l'économiste Ahmed Zoromé (FMI) qualifie de centre *offshore* un centre dont le ratio d'exportation de services financiers estimés au regard de son économie et des besoins de financement s'écarte fortement de la moyenne⁽¹⁸⁾. Il s'agit donc d'évaluer la taille des actifs et des passifs financiers avec le reste du monde. Les opérations financières recouvrent principalement trois catégories de transactions et d'acteurs :

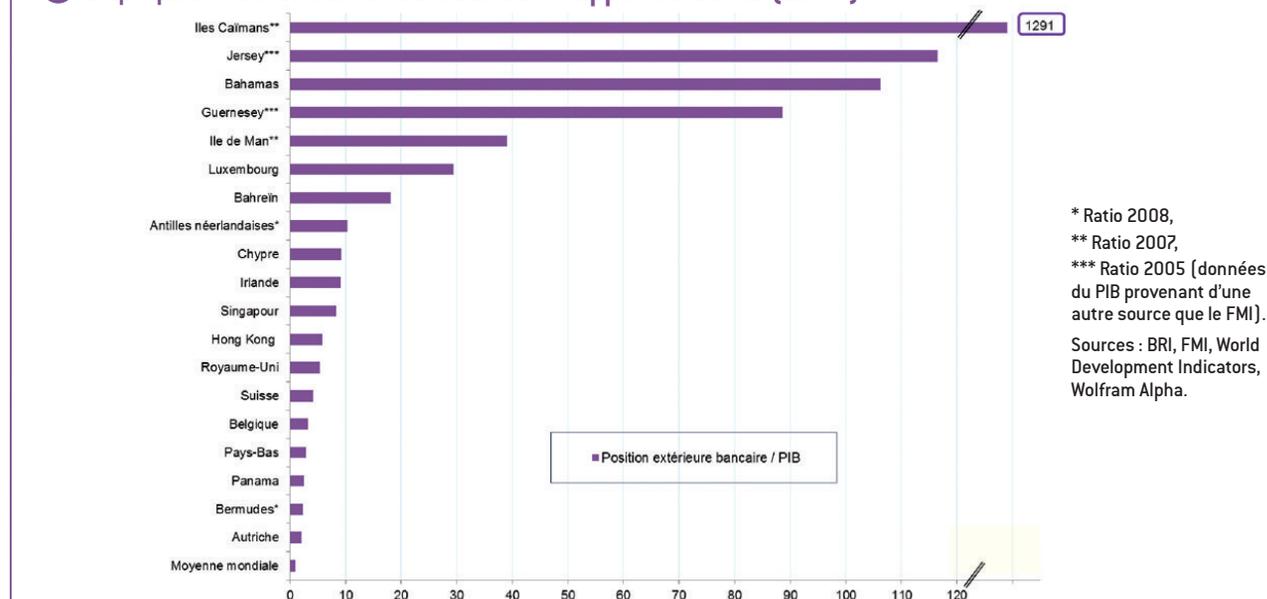
- ▶ les prêts bancaires effectués avec le reste du monde qui sont le fait du secteur bancaire ;
- ▶ les investissements de portefeuille (titres de placement), qui transitent principalement par des fonds d'investissement ;

▶ les investissements directs (titres de participation) qui reflètent les stratégies de contrôle ou de participation des groupes financiers ou non financiers de dimension internationale.

Ce type d'exercice se heurte cependant à l'absence de données pour quelques juridictions vraisemblablement importantes (Monaco, Labuan⁽¹⁹⁾, îles Vierges britanniques) ou pour certains produits (dérivés), voire au manque de données récentes, ce qui rend difficile une comparaison parfaite entre tous les pays.

Les transactions bancaires, qui sont les plus renseignées, ne fournissent qu'une vision partielle des flux financiers qui transitent *via* les CFO ou des actifs qui y sont hébergés. Les données de la Banque des règlements internationaux (BRI) captent les crédits transfrontières, c'est-à-dire les prêts, les dépôts, les titres de créance et d'autres actifs, qui proviennent de toutes les banques résidentes dans les juridictions, y compris des nombreuses filiales de banques internationales qui y sont implantées⁽²⁰⁾. Toutefois, on ne connaît que le bilan bancaire extérieur des CFO les plus importants. Le graphique 1 montre les économies dont le rapport entre la position extérieure bancaire – c'est-à-dire l'état du stock des avoirs et des engagements extérieurs – et le produit intérieur brut représente plus de deux fois la moyenne mondiale. On observe un écart substantiel entre le premier, les îles Caïmans, dont la position extérieure représente presque 1 300 fois son PIB – en raison de son statut de sixième centre financier mondial en 2010 (en valeur de sa position extérieure) –, et le second, Jersey, qui est de l'ordre de 120 fois.

Graphique 1 : Position extérieure bancaire rapportée au PIB (2009)



[15] Anguilla, les Bermudes, les îles Caïmans, Gibraltar, les îles Vierges britanniques, les îles Turques et Caïques, Montserrat.

[16] IMF (2000), *op cit*.

[17] Park Y. S. (1982), "The economics of offshore financial centers", *Columbia Journal of World Business*, 17 (4).

[18] Zoromé A. (2007), "Concepts of offshore financial centers: in search of an operational definition", *IMF Working Paper*, 07/87, avril.

[19] Labuan est un paradis fiscal créé en 1990 par la Malaisie. Transitent par ce point une grande partie des investissements directs vers la Corée du Sud et la Malaisie, ainsi que les profits de nombreuses entreprises malaises, rapatriés sans être taxés (accords fiscaux). La juridiction ne révèle aucune information.

[20] Par exemple, fin 2007, le Luxembourg disposait de 155 banques dont 144 étrangères, Singapour de 109 banques dont 106 étrangères, et les îles Caïmans de 266 banques (données des banques qui reportent à la BRI).

Pour les plus petites juridictions, le poids de leurs activités financières peut être approché en étudiant l'exposition des principales banques internationales envers les agents résidents de ces zones, principalement des banques, d'autres sociétés financières et des entreprises. L'étude du rapport entre, d'une part, le poids des avoirs et les engagements des agents résidents à l'égard des banques enregistrées à la BRI et, d'autre part, leur PIB établit les mêmes juridictions en tête des premiers centres mondiaux de l'intermédiation financière. Elle permet également de révéler des places plus petites, comme Gibraltar, les îles Marshall, Samoa ou encore le Liechtenstein (les données sont détaillées en annexe).

Les investissements transfrontières de portefeuille (actions et obligations) recouvrent les transactions des agents financiers non bancaires (compagnies d'assurance, fonds d'investissement divers, alternatifs ou non) qui résident dans ces juridictions. Les données de balances des paiements du FMI⁽²¹⁾ concernant les investissements de portefeuille international, rapportées au PIB, permettent d'identifier les juridictions les plus dynamiques dans la finance structurée ou dans la gestion d'opérations financières pour des non-résidents. Le graphique 2 présente les juridictions où ce rapport est supérieur à 100 % : arrivent en premier les Bermudes qui attirent un tiers du marché des captives d'assurance grâce à un traitement fiscal favorable.

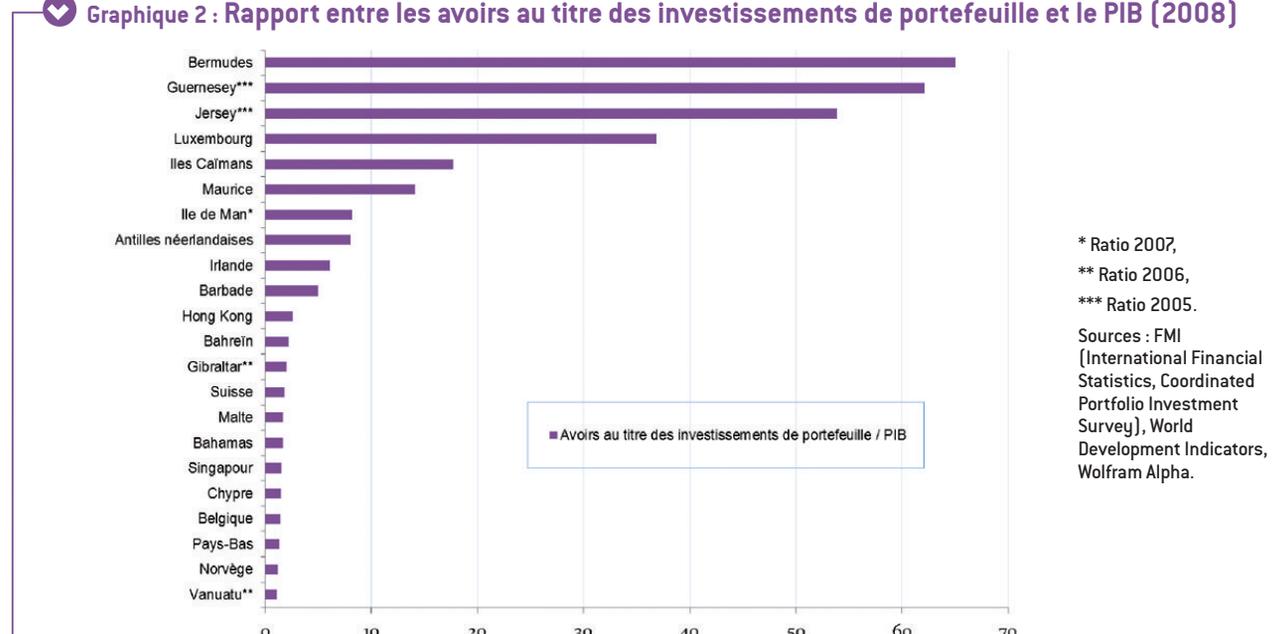
Enfin, les investissements directs (IDE) peuvent aussi refléter le rôle des juridictions *offshore* dans les stratégies fiscales des multinationales (localisation des sièges, création ou achat de filiales à partir desquelles s'opèrent la gestion de trésorerie ou les stratégies comptables à des fins d'optimisation fiscale ou réglementaire). La forte augmentation des stocks d'IDE au cours des dernières années témoigne de la complexification des circuits de financement, en particulier par l'établissement "d'écrans" qui tendent à déformer la ventilation géographique des transactions financières des multinationales à travers les structures qu'elles contrôlent. Pour preuve, l'analyse des données internationales de stocks d'investissements entrants et sortants rapportés à la taille des économies place encore une fois les CFO en tête. Les îles Vierges britanniques, dont le stock d'IDE entrants et sortants représente 270 fois le PIB, sont ainsi suivies par Trinité-et-Tobago et les îles Caïmans (voir en annexe).

Encadré 2

Une nouvelle mesure des investissements directs éliminant les circuits de financement à motivation fiscale

L'OCDE et le FMI ont récemment émis des recommandations⁽²²⁾ qui visent à éviter de prendre en compte les transactions ne relevant pas de réelles prises de participation entre groupes internationaux, mais plutôt de la mise en place d'entités à vocation spécifique [*special purpose entities*] pour des motivations fiscales⁽²³⁾.

Graphique 2 : Rapport entre les avoirs au titre des investissements de portefeuille et le PIB (2008)



* Ratio 2007,
** Ratio 2006,
*** Ratio 2005.

Sources : FMI (International Financial Statistics, Coordinated Portfolio Investment Survey), World Development Indicators, Wolfram Alpha.

[21] International Finance Statistics ou Coordinated Portfolio Investment Survey le cas échéant.

[22] OCDE (2008), Définition de référence des investissements directs internationaux, 4^e édition ; FMI (2006), Comité des statistiques de la balance des paiements du FMI, rapport annuel.

[23] Ces stratégies regroupent le recours à des entités à vocation spécifique pour leur financement ou la centralisation de leur trésorerie (capitaux en transit) ; ou à l'augmentation des transactions en boucles d'investissement qui partent d'un pays vers une filiale pour y revenir ensuite, afin d'éviter une imposition (round-tripping).

L'application de ces recommandations par la Banque de France⁽²⁴⁾ est éloquent. La nouvelle méthode de “principe directionnel étendu”, qui consiste à reclasser les prêts intra-groupes selon le lieu de résidence de la maison-mère, neutralise en grande partie les transactions “en cascade”, c'est-à-dire réalisées depuis l'étranger, mais en réalité issues d'entreprises résidentes françaises. Cette correction diminue fortement les flux totaux et permet *a posteriori* de mettre en évidence les pays qui hébergent ces entités à vocation spécifique, comme le Luxembourg⁽²⁵⁾, les Pays-Bas et la Belgique, qualifiés de “pays-carrefour”.

Un panorama des “lignes de faille”⁽²⁶⁾ à travers trois classifications graduées

En croisant ces données de transactions financières et les particularités juridiques des pays habituellement listés comme CFO, le Centre d'analyse stratégique a ébauché une première taxinomie en trois cercles concentriques⁽²⁷⁾ :

- ▶ le “noyau dur” est constitué des juridictions à l'imposition inexistante et où l'importance des transactions financières est étonnante au regard de leur économie. Il regroupe les îles Caïmans, le Luxembourg, les Bahamas, Jersey, Bahreïn, Guernesey, les Antilles néerlandaises, la République de Maurice, l'île de Man, les îles Marshall et la Barbade. L'exportation de services financiers par les îles Caïmans est particulièrement significative. Le Luxembourg est également présent en tant que nœud central en Europe des transactions entre fonds : en 2010, c'est le troisième gestionnaire mondial de fonds en total d'actifs financiers, après le Royaume-Uni et les États-Unis, et le deuxième marché des fonds communs de placement, en étant notamment le principal destinataire de fonds provenant du Liechtenstein et des îles Caïmans, qu'il redistribue ensuite aux principaux centres financiers⁽²⁸⁾ ;
- ▶ le deuxième cercle regroupe des juridictions plus petites en termes de poids au sein du système financier international, qui ont une imposition faible – ou qui disposent de nombreuses exemptions selon les types de sociétés – et par où transitent certaines opérations financières, généralement liées à un avantage géographique ou de marché ;

- ▶ le dernier cercle rassemble un “halo” de pays hétérogènes jouant un rôle de facilitateur des transactions en provenance ou en direction des CFO, et dotés d'un secteur financier important et d'une imposition préférentielle, ou d'avantages fiscaux pour certaines structures d'entreprises. C'est notamment le cas de la City de Londres, deuxième gestionnaire mondial de fonds, régulièrement évoquée comme “centre financier international”, où se déroulent la plupart des échanges avec les centres *offshore*. Ce marché dispose en outre d'une réglementation très favorable pour les sociétés à responsabilité limitée, qui attire de nombreux pays européens⁽²⁹⁾.

PROPOSITION 1

Élaborer une notation multicritère (fiscalité, ratios prudentiels, poids du système “fantôme”, etc.) des centres financiers *offshore* afin d'améliorer la transparence de leur régulation fiscale et prudentielle.

En raison du contour imprécis des CFO, l'élaboration de listes sur le principe du “*naming and shaming*” reste problématique et s'expose à être dénoncée comme arbitraire. Afin de hiérarchiser les externalités négatives que produisent certains centres sur l'ensemble du système financier, il serait préférable d'élaborer des systèmes de “notation de place”, avec pour critères par exemple la transparence, le caractère plus ou moins distorsif de la fiscalité ou de la réglementation prudentielle, le poids du “*shadow banking*” dans l'activité financière des juridictions, du levier financier de ses institutions bancaires et non bancaires, etc. Leur opacité leur confère d'emblée l'image de places interlopes : la notation aurait pour avantage de révéler l'existence d'un continuum de situations entre CFO et centres conventionnels, plutôt que des périmètres strictement définis. Ce type de taxinomie évolutive gagnerait à être établi par une coopération entre les instances internationales qui se soucient des CFO selon leur spécialité (OCDE, BRI et FMI)⁽³⁰⁾.

[24] Voir Terrien B. [2009], “Une nouvelle norme de construction et de diffusion des statistiques d'investissements directs”, *Bulletin de la Banque de France*, n° 177, 3^e trimestre ; également Nivat D. et Terrien B. [2010], “Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France”, *Bulletin de la Banque de France*, n° 171, 3^e trimestre.

[25] De la même façon, les données d'IDE de l'OCDE permettent de séparer les investissements directs en prenant ou non en compte les fonds communs de créance : les ôter divise par dix les positions d'investissements directs du Luxembourg.

[26] Rajan R. [2010], *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.

[27] Les caractéristiques réglementaires et fiscales des cercles de juridictions sont présentées de façon plus systématique en annexe.

[28] Moghadam R. et Vinals J. [2010], “Understanding financial interconnectedness”, *IMF Policy Paper*, octobre.

[29] Becht M., Colin M. et Wagner H. [2008], “Where do firms incorporate?”, *Journal of Corporate Finance*, 14 [3].

[30] Les agences de notation ayant plutôt vocation à étalonner le risque de défaut, et non la notion plus floue de “chaînon de transmission potentielle du risque systémique” appartenant à une zone. De plus, des travaux d'évaluation du secteur financier de certains pays sont en cours au sein du *Financial Sector Assessment Program* du FMI (<http://www.imf.org/external/np/ofca/ofca.asp>).

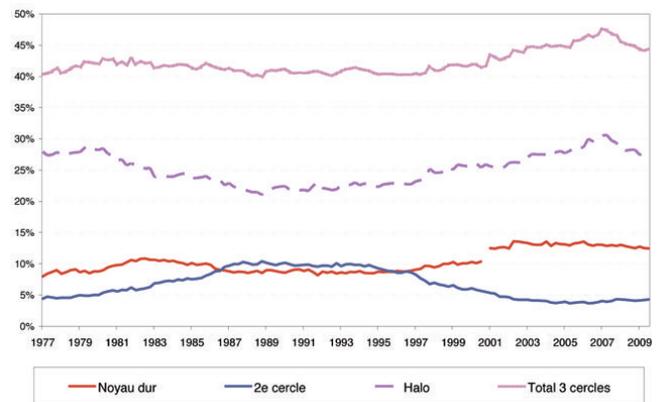
◆ FORTE IMBRICATION ET COMPLÉMENTARITÉ DES CIRCUITS OFFSHORE ET CONVENTIONNELS

Fortement interconnectés aux grands centres financiers et spécialisés sur certains segments, les CFO jouent un rôle essentiel dans la diffusion et la concentration des risques, sans être pleinement intégrés dans la régulation et la surveillance financières.

La difficulté à imposer des règles contraignantes aux CFO est probablement la contrepartie de leur intégration à des systèmes plus vastes qui se sont bâtis en exploitant les brèches juridiques et les possibilités de créativité financière que ces derniers autorisent. Les seules données bancaires montrent que l'exposition des principales banques internationales sur ces juridictions, au regard de leur exposition totale, est relativement stable depuis les années 1980 (graphique 3). On n'assiste pas à une montée sensible du poids des actifs bancaires localisés dans les centres *offshore* mais plutôt à une recombinaison entre juridictions, en faveur notamment du noyau dur des centres les plus emblématiques. Leurs positions étudiées par pays révèlent par exemple une diminution de la part des Bahamas à la fin des années 1980, en faveur de Hong Kong puis des îles Caïmans, du Luxembourg et de la Suisse après la crise asiatique. Ce moindre recours aux petites juridictions du deuxième cercle coïncide avec l'effort international de lutte contre le blanchiment et marque l'intérêt croissant pour les centres à forte spécialisation financière.

L'imbrication et la dépendance fonctionnelle entre places conventionnelles et non conventionnelles constituent le fait le plus marquant de ces dernières années, structurant le marché bancaire et financier en un réseau de nœuds interconnectés. Autour des artères principales se trouvent plusieurs centres qui jouent le rôle de plates-formes de correspondance (*hub*) à l'échelon international ou régional. L'analyse du FMI, qui croise les données bancaires et du marché des fonds⁽³¹⁾, fait ressortir un premier groupe central composé des États-Unis, du Royaume-Uni, du Luxembourg, entouré des principaux marchés développés⁽³²⁾, autour duquel gravite un écosystème constitué des CFO les plus importants (îles Caïmans,

Graphique 3
Évolution du bilan extérieur des principales banques internationales sur les juridictions concernées (en % du bilan mondial total)



Source : BRI, classification Centre d'analyse stratégique.

Liechtenstein, Jersey, Guernesey, Bahamas, île de Man ou Bermudes), qui assurent l'intermédiation des fonds originaires du reste du monde. Ces centres ne constituent pas pour autant le lieu du risque ultime pour leurs partenaires financiers⁽³³⁾ : Guernesey, Jersey et le Liechtenstein par exemple sont distributeurs de fonds en provenance du Royaume-Uni et du Luxembourg vers les pays développés, alors que les Bahamas et les Bermudes sont plutôt collecteurs de fonds issus des places centrales en direction des autres CFO. Ils sont entourés de *clusters* formés par de plus petits centres *offshore* qui disposent d'une spécialisation réglementaire, fiscale ou de liens géographiques particuliers : Vanuatu opère avec le marché australien, la République de Maurice sert de canal aux investissements en Inde.

Ces centres alimentent des niches spécifiques : les Bermudes attirent un tiers du marché mondial de la réassurance grâce à un traitement fiscal favorable ; les îles Caïmans sont le premier marché des *hedge funds* ; les îles Vierges britanniques accueillent plus de 800 000 entreprises internationales (IBC⁽³⁴⁾). La Suisse, créatrice du secret bancaire, détient 27 % (environ 2 000 milliards de dollars) du patrimoine des particuliers placé *offshore*, selon le dernier rapport du Boston Consulting Group sur la richesse mondiale⁽³⁵⁾.



[31] Moghadam R. et Vinals J. (2010), *op. cit.* Les données bancaires proviennent de la BRI et celles des fonds (organismes de placement collectif monétaires ou non monétaires, *hedge funds*, fonds de pension, fonds indiciels cotés) de Lipper (Thomson Reuters).

[32] Allemagne, France, Italie, Espagne, Suisse.

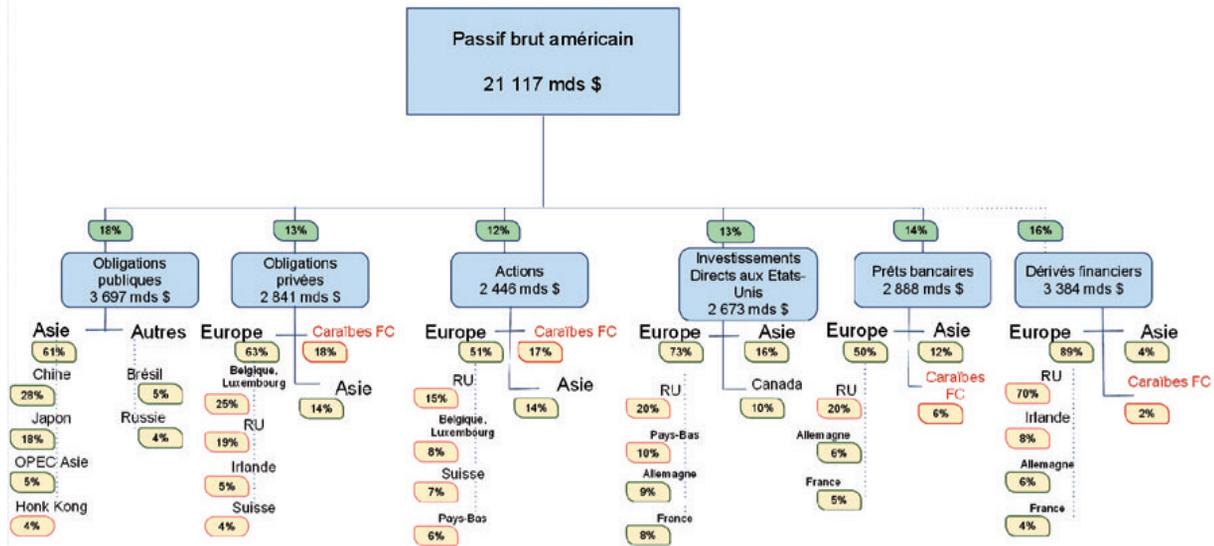
[33] Les données de la BRI marquent d'ailleurs une large différence entre l'exposition des banques internationales sur les centres offshore sur la base du prêt immédiat et l'exposition consolidée sur la base du risque ultime.

[34] International Business Company ou Corporation, voir l'encadré 1.

[35] Boston Consulting Group (2010), *Global Wealth 2010, Regaining Lost Ground: Resurgent Markets and New Opportunities*, juin.

Encadré 3

Les liens privilégiés entre les centres *offshore* des Caraïbes et les États-Unis



Caraïbes FC (financial centers) : Bahamas, Bermudes, îles Caïmans, Antilles néerlandaises.

Sources : Données US Bureau of Economic Analysis et BRI ; schéma : Centre d'analyse stratégique.

Dans le cas américain, la ventilation géographique de la balance des capitaux met en avant leur dépendance financière vis-à-vis des centres *offshore* des Caraïbes, notamment des îles Caïmans. Le passif brut américain, qui représente plus de 21 000 milliards de dollars fin 2009, est fortement détenu par l'Europe et plus particulièrement par le Royaume-Uni. Le Japon et les BRIC sont les premiers détenteurs d'obligations publiques, mais en matière d'obligations privées et d'actions, les principaux détenteurs sont le Royaume-Uni, la Belgique, le Luxembourg et les centres financiers des Caraïbes (Bermudes, Bahamas, îles Caïmans, Antilles néerlandaises), centres qui détiennent de façon étonnante 18 % des obligations privées et 17 % des actions. En ce qui concerne les prêts bancaires, les données de la BRI relatives à l'exposition de créances des banques américaines sur les CFO sont en augmentation : les trois cercles définis plus haut représentaient environ 33 % des créances américaines totales en 2000 contre 41 % en 2010, les îles Caïmans représentant à elles seules 6 % des créances.

INTÉGRATION FINANCIÈRE DES CFO ET PROPAGATION DU RISQUE SYSTÉMIQUE

L'illiquidité d'un marché peut se transmettre et être amplifiée très rapidement à travers les lieux d'investissement et de financement moins régulés, qui sont généralement surexposés au risque en période d'euphorie⁽³⁶⁾. Le risque systémique est accru par l'absence d'information sur les positions croisées entre agents.

Des risques cachés au cœur d'un système financier de plus en plus intégré

La crise de liquidité de 2007 a mis les CFO au cœur du mouvement de défiance à l'égard des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*). Le manque d'information

sur l'exposition de certains acteurs présentant un risque systémique (comme les banques d'investissement) dans les juridictions *offshore* a exacerbé cette défiance⁽³⁷⁾. Dans la mesure où ces juridictions continuent d'attirer des volumes importants d'activités financières, alors même qu'elles n'entrent pas dans les standards internationaux de supervision et de divulgation d'information, elles augmentent le niveau global du risque en ajoutant de la complexité et de l'opacité aux structures des montages et des transactions financières. Cette faille souligne la nécessité de les rallier aux règles prudentielles en vigueur, en commençant *a minima* par celles de transparence et de divulgation d'informations.

Améliorer, augmenter et approfondir les données qui révèlent l'interconnexion financière est un impératif pour amorcer une surveillance financière à portée macropru-



[36] Concernant les centres *offshore*, la faiblesse de la garantie possible de leur prêteur en dernier ressort les contraint à se désendetter très fortement (*fire-sales*) lors d'un choc négatif. Voir Ben Jelloul M. (2011), "Réforme financière de Bâle III : chemin parcouru et enjeux futurs", Centre d'analyse stratégique, *La Note d'analyse*, n° 209, janvier.

[37] On peut citer la première banque à faire faillite et à être nationalisée, Northern Rock, qui se finançait via Granite, filiale établie à Jersey, dont le montant de dette était inconnu. Les faillites de la banque d'affaires américaine Bear Stearns et de l'allemande Hypo Real Estate provenaient en partie des difficultés de leurs fonds spéculatifs installés en Irlande et aux îles Caïmans.

dentielle, c'est-à-dire qui prend en compte l'ensemble du système financier et non chaque établissement à un niveau individuel. Des travaux sont déjà engagés dans le cadre du G20, en coopération avec le FMI et la BRI⁽³⁸⁾, qui sont destinés à combler le fossé d'information persistant. D'une part, ils cherchent à développer une série d'indicateurs de stabilité financière – incluant les liens croisés entre les établissements, leurs effets de levier, le risque de crédit, etc. D'autre part, ils incitent à accroître la couverture pays de ce type d'évaluation, en ciblant plus directement les CFO.

PROPOSITION 2

Imposer aux institutions bancaires *onshore* de révéler la localisation effective des engagements ultimes et des expositions aux risques *offshore*.

Afin d'augmenter la supervision des risques potentiels, il s'agit de permettre au régulateur de disposer d'un *reporting* systématique et détaillé de l'exposition au risque ultime de tous les établissements financiers envers les produits ou institutions considérés comme potentiellement risqués⁽³⁹⁾. Cet objectif sera facilité si, au niveau national, européen ou sur un périmètre plus large, les institutions bancaires et financières sont tenues de révéler leurs positions financières, ventilées par type de contrepartie, en distinguant la nationalité ou la résidence de la contrepartie, notamment par rapport à certaines juridictions ou institutions jugées problématiques.

L'impact des centres *offshore* sur le risque systémique : leurs liens avec le *shadow banking*

La crise financière a mis en lumière le rôle des CFO dans la propagation systémique des risques, ce qui amène à s'interroger de façon plus large sur ce pan non régulé des transactions financières, nommé système bancaire "fantôme", et au rôle qu'y jouent les CFO.

L'apparition de nouveaux véhicules (fonds communs de créance ou SPV) ou produits issus de la titrisation a permis aux banques de sortir de leur bilan une partie de

leurs positions, de diminuer leurs risques apparents et donc d'offrir des possibilités de financement moins onéreuses. Traditionnellement principales transformatrices d'échéance et pourvoyeuses de crédit, elles ont alimenté en liquidité un système d'institutions dites "fantômes", certes non bancaires mais qui se sont transformées en quasi organismes de crédit par l'achat de dette titrisée. Ce système de création monétaire "à double détente" a alimenté un levier d'endettement d'une ampleur exceptionnelle. La réallocation des risques à travers la titrisation ou l'offre de crédit par les institutions de marché n'a pas diminué le risque global pour autant : le risque présenté dans le bilan bancaire n'est désormais que la "partie émergée de l'iceberg"⁽⁴⁰⁾.

Encadré 4

Qu'est-ce que le système bancaire "fantôme" (*shadow banking*) ?

Les principaux intervenants du système bancaire "fantôme" sont les organismes de crédit non bancaires, ainsi que les organismes de placement collectif monétaires et les banques d'investissement qui les financent. Par extension, le secteur rassemble l'ensemble hétérogène d'intermédiaires financiers qui composent le circuit des transactions financières effectuées "hors bilan" (acteurs para-bancaires comme les SPV, fonds de placement, fonds alternatifs, assureurs, etc.)⁽⁴¹⁾. Particulièrement développé aux États-Unis depuis les années 1980, ce dispositif a eu une incidence profonde sur l'ensemble du système financier mondial. Tout comme le système bancaire traditionnel, qui investit à long terme dans des prêts et se finance à court terme par des dépôts, le système "fantôme" investit dans des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities*) fondés sur le même type de prêts à long terme (prêts immobiliers, à la consommation) et se finance en émettant des créances à court terme (billet de trésorerie, pension livrée ou *repo*)⁽⁴²⁾. Ressemblant théoriquement au système conventionnel⁽⁴³⁾ et donc vulnérable à une panique bancaire, le système "fantôme" est extrêmement connecté aux banques, sans avoir accès à la garantie de liquidités des banques centrales. Peu ou pas régulé et à l'origine d'une grande opacité concernant la localisation des risques et l'exposition des agents bancaires traditionnels, il a été un facteur important de contagion du risque systémique, particulièrement durant la crise économique récente⁽⁴⁴⁾.

[38] Ils visent à améliorer l'information sur les instruments structurés ainsi que les liens entre institutions (bancaires ou non bancaires) d'importance systémique. Voir IMF et FSB Report (2010), *The Financial Crisis and Information Gaps: Progress Report, Action Plans, and Timetables*, reports to the G20 finance ministers and central bank governors, mai.

[39] Cecchetti S., Fender I. et McGuire P. (2010), "Toward a global risk map", Bank for International Settlements, *Working Paper*, n° 309, mai.

[40] Rajan R. (2006), "Has financial development made the world riskier?", *European Financial Management*, n° 12, p. 499-533, Wiley Online Library.

[41] L'expression de "*shadow banking*" regroupe à la fois les activités financières qui ont un rôle d'arbitrage réglementaire ("fantôme") et celles liées au gain de productivité et de spécialisation (parallèle), bien que les deux soient régulièrement mêlées.

[42] Le terme *repo* signifie "*repurchase agreement*" (accord de rachat) et désigne une transaction dans laquelle deux parties s'entendent sur deux transactions : une vente de titres au comptant suivie d'un rachat à terme à une date et un prix convenus à l'avance (le titre adossé au *repo* est le collatéral de l'opération).

[43] Gorton G. (2010), "Slapped in the face by the invisible hand: Banking and the panic of 2007", Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, 11-13 mai, 2009.

[44] Financial Crisis Inquiry Commission (2011), *The Financial Crisis: Inquiry Report*.

Aux États-Unis, l'actif généré par le système "fantôme" est supérieur à celui du secteur bancaire traditionnel en matière d'intermédiation du crédit⁽⁴⁵⁾. Au niveau mondial, sur le marché des changes qui concentre le plus de transactions de gré à gré, en dehors donc du cadre des marchés organisés réglementés, l'augmentation de 20 % du *turnover* entre 2007 et 2010 est principalement le fait des institutions du système bancaire "fantôme"⁽⁴⁶⁾.

Malgré la difficulté de localisation du secteur bancaire "fantôme", plusieurs indices soulignent le rôle des CFO dans cette expansion financière "hors bilan" :

- ▶ l'omniprésence des CFO sur le marché de la finance dite "alternative", notamment des *hedge funds*. La croissance impressionnante des actifs totaux gérés par ces fonds entre 1994 et 2008 a été largement à dominante *offshore* (+ 27 % par an contre + 15 % *onshore*). Fin 2008, 64 % du total des actifs en gestion se trouvaient *offshore*, principalement aux Caïmans et aux îles Vierges britanniques. La faible réglementation du financement des fonds propres les entraîne à concentrer en moyenne plus de risque de liquidité⁽⁴⁷⁾ ;
- ▶ l'explosion du marché des produits dérivés, tiré à la fois par les centres *offshore* des pays à forte croissance et par la présence grandissante des institutions du système bancaire "fantôme" sur leur territoire⁽⁴⁸⁾. La croissance de ce marché lors des dernières années est due principalement au fait que les places émergentes ont eu davantage recours aux transactions de gré à gré, opérées désormais principalement par des fonds de pension et des *hedge funds*. Au sein de ces transactions, les places *offshore* de Singapour et Hong Kong sont prépondérantes⁽⁴⁹⁾, ce qui montre leur nouveau rôle de plates-formes de *trading* pour les monnaies étrangères⁽⁵⁰⁾ ;
- ▶ le rôle des CFO au sein des "holdings financières internationales" pointé par les analystes de la FED⁽⁵¹⁾. Ces regroupements constitués des banques d'investissement, de leurs différents conduits de titrisation, de leurs intermédiaires financiers (*broker-dealer*) et de leurs

sources de financement (les organismes de placement collectif monétaire), s'implantent là où ils bénéficient de la réglementation la plus favorable. Cet arbitrage réglementaire leur permet ainsi d'émettre des prêts, de les titriser à New York et de se financer à Londres ou dans les CFO, lieux privilégiés des fonds d'investissement.

Sans être directement responsables de la crise actuelle, les CFO présentent un danger en raison des opportunités qu'ils offrent aux institutions financières de s'affranchir de la réglementation prudentielle. D'ailleurs, les propositions de réforme en cours visent soit à les intégrer aux standards de la réglementation financière générale, soit à cibler plutôt la réglementation des produits ou des structures "hors bilan" qu'ils ont encouragés, afin de diminuer leur avantage comparatif⁽⁵²⁾.

Le renforcement d'une réglementation financière à portée macroprudentielle ne peut s'arrêter à la seule question de la concentration des risques dans les banques les plus importantes, dites "*too big to fail*", mais doit intégrer tous les intermédiaires du système qui peuvent, par leurs choix de combinaison d'actifs ou leur structure, exacerber la vente des actifs à prix bradés lors d'une crise de liquidité (*fire-sales*)⁽⁵³⁾. Les réformes en cours (loi Dodd-Frank, Bâle III) ne couvrent que partiellement cet enjeu et demeurent poreuses pour les activités "hors bilan". L'objectif serait d'imposer une réglementation symétrique à celle en construction dans le secteur bancaire (Bâle III), c'est-à-dire d'étendre les standards de capital de réserve à toutes les expositions de crédits, qu'elles proviennent des banques, des *hedge funds*, des SPV ou des sociétés de courtage⁽⁵⁴⁾. Il semble toutefois difficilement atteignable, notamment en raison du retard récurrent de la réglementation sur l'innovation financière. Il est même à craindre que le renforcement des normes pour les banques conventionnelles ne favorise une augmentation de la désintermédiation financière et ne suscite un regain de créativité sur les produits ou structures à même de contourner la réglementation en place.



[45] Le "shadow banking" et le secteur traditionnel représentaient respectivement 20 000 et 11 000 milliards de dollars juste avant la crise, contre 16 000 et 13 000 milliards de dollars en 2010. Voir Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Boesky H. (2010), *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, n° 458, juillet.

[46] King M. et Rime D. (2010), "The \$4 trillion question: What explains FX growth since the 2007 survey?", *BIS Quarterly Review*, décembre.

[47] Ils détiennent des actifs à la fois moins liquides et plus risqués en matière de liquidité de marché. Voir Aragon G., Liang B. et Park H. (2008), "Onshore and offshore hedge funds: Are they twins?", China Academy of Finance Research, *Working Paper*, mars.

[48] Le marché des dérivés est l'un des marchés financiers les plus importants (avec un montant notionnel de l'ordre de 600 000 milliards de dollars en juin 2010) où les acteurs sont les plus concentrés au monde.

[49] Selon les estimations de la BRI, sur les 47 pays dont les informations sont disponibles en 2010, la moitié des transactions de dérivés au sein des pays émergents s'effectue de gré à gré, contre seulement un tiers au sein des pays développés.

[50] Singapour et Hong-Kong ont un turnover respectif de produits dérivés de change dans deux monnaies étrangères de 66 % et 87 %, des niveaux équivalents à ceux de l'Allemagne. Voir Mihaljek D. et Packer F. (2010), "Derivatives in emerging markets", *BIS Quarterly Review*, décembre.

[51] Pozsar Z. et al., (2010), *op. cit.*

[52] Financial Services Authority (2009), "A regulatory response to the global banking crisis", *The Turner Review*, mars.

[53] Voir Ben Jelloul M. (2011), *op. cit.*

[54] Stein J. (2010), "Securitization, shadow banking & financial fragility", *Daedalus*, n° 139, p. 41-51.

PROPOSITION 3

Instaurer au sein de la BRI ou du FMI une division chargée du risque systémique, de la régulation et de l'innovation financière, y compris de celle qui se crée offshore.

Afin de remédier au retard du régulateur sur l'innovation financière, certains auteurs⁽⁵⁵⁾ proposent de surveiller activement la création de nouveaux produits ou de nouvelles institutions, en évaluant leur impact systémique. Un tel observatoire des pratiques financières pourrait analyser les innovations financières qui se développent *offshore* et leur effet sur le système financier.

Afin d'améliorer la résilience du système financier en limitant les risques d'emballement systémique, une solution pour le régulateur consiste à éroder l'avantage de certaines juridictions en pénalisant, à la source, c'est-à-dire au stade *onshore*, les conduits qui les alimentent en liquidité. Par une régulation plus forte du système bancaire conventionnel, il est possible de diminuer le risque systémique que font porter les CFO au système dans son ensemble.

PROPOSITION 4

Contraindre les institutions bancaires à disposer d'un capital de réserve adéquat au regard de leur contribution au risque systémique, prenant en considération leurs réseaux d'interdépendances.

Il s'agit pour les autorités nationales de renchérir le coût de la liquidité qui se dirige vers le secteur "fantôme". À défaut de connaître le risque supplémentaire encouru par l'exposition aux actifs risqués ou aux montages opaques des institutions bancaires et non bancaires, une première avancée, de type conventionnel, imposerait des contraintes en capital plus élevées au regard de leur présence *offshore*. Il s'agit soit de renforcer la couverture en fonds propre des banques au regard de leur exposition "hors bilan" – en augmentant la pondération des risques associés aux transactions effectuées avec les CFO considérés comme risqués –, soit de renforcer la couverture de toutes les institutions détentrices de titres non couverts – en augmentant la marge minimale (*haircut*) des détenteurs de valeurs mobilières adossées à des actifs (ABS).

CONCLUSION

L'innovation financière a toujours été largement tirée par les différences de degré d'imposition et de réglementation entre territoires⁽⁵⁶⁾. Le système actuel permettant à la fois l'instantanéité des transferts de capitaux et le découplage du risque des actifs à travers des produits dérivés, la créativité financière visera constamment le meilleur arbitrage possible en matière de réglementation et d'imposition transfrontière. La crise financière a néanmoins montré que la porosité entre les bilans des établissements *onshore* et *offshore* était une source de vulnérabilité systémique. Il faut donc prendre toute la mesure de l'attractivité des circuits financiers *offshore* : si les investisseurs conservent la possibilité d'opérer un arbitrage géographique, cette attractivité risque de se trouver encore renforcée une fois avancée la rénovation des règles prudentielles bancaires. C'est pourquoi le régulateur national doit s'assurer que l'exposition des institutions bancaires et non bancaires est couverte proportionnellement à leurs prises de risque *offshore*. Ce travail devra s'accompagner d'un effort important de transparence et de surveillance des innovations financières. L'échelle européenne paraît adéquate pour imposer ces nouvelles règles prudentielles, même s'il faut s'attendre à une résistance de la part de certains centres *offshore*, y compris à l'intérieur de nos frontières européennes.



Caroline Le Moign,
département Économie - Finances⁽⁵⁷⁾



[55] Levine R. [2010], "The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis", *BIS Working Paper*, n° 329, novembre. Voir également Gennaioli N., Shleifer A. et Vishny R. [2010], "Neglected risks, financial innovation, and financial fragility", *Economics Working Papers*, Department of Economics and Business, Universitat Pompeu Fabra.

[56] Comme le soulignait déjà Miller il y a un quart de siècle. Voir Miller M. [1986], "Financial innovation: The last twenty years and the next", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21.

[57] Ce travail s'est appuyé sur un premier document de synthèse rédigé par Léa Giroux.

**DERNIÈRES
PUBLICATIONS
À CONSULTER**

sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

N° 221 ■ L'évolution des prix du logement en France sur 25 ans (avril 2011)

N° 220 ■ La prise en compte de critères ethniques et culturels dans l'action publique, une approche comparée (avril 2011)

N° 219 ■ "Compétences transversales" et "compétences transférables" : des compétences qui facilitent les mobilités professionnelles (avril 2011)

N° 217 ■ Comment inciter le plus grand nombre à pratiquer un sport ou une activité physique ? (avril 2011)

N° 216 ■ "Nudges verts" : de nouvelles incitations pour des comportements écologiques (mars 2011)

N° 215 ■ Les gaz non conventionnels : une révolution énergétique nord-américaine non sans conséquences pour l'Europe (mars 2011)

Notes de synthèse :

N° 218 ■ Le fossé numérique en France (avril 2011)

N° 214 ■ Tendances de l'emploi public : où en est-on ? (février 2011)



La Note d'analyse n° 222 - mai 2011 est une publication du Centre d'analyse stratégique
Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général
Directeur de la rédaction : Pierre-François Mourier, directeur général adjoint
Secrétaire de rédaction : Delphine Gorges
Service éditorial : Olivier de Broca
Impression : Centre d'analyse stratégique
Dépôt légal : mai 2011
N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la Communication
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut Conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr

Annexes

Tableau 1

Compte financier des trois cercles de CFO, ventilé par nature des transactions

Cat	Juridiction	IDE entrants et sortants / PIB 2009	Position bancaire --> RdM / PIB 2010	Position RdM --> juridiction / PIB 2010	Investissements port/ PIB 2009
1	Antilles néerlandaises*	0,3*	10,33*	65,1*	8,0
1	Bahamas	1,1	106,3	84,5	1,7
1	Bahreïn	1,1	18,2	4,0	2,2
1	Barbade	0,5	-	-	5,0
1	Bermudes	0,8	2,4*	20,9*	65,0
1	Guernesey	-	88,7****	78,7****	62,1****
1	Ile de Man	-	39,1**	12,6**	8,2**
1	Iles Caïmans	11,5	1291,2**	1382,7*	17,7
1	Iles Marshall	-	-	45,8	-
1	Jersey	-	116,5****	119,4****	53,9****
1	Luxembourg	3,6	29,4	32,0	36,9
1	Maurice, République de	0,3	-	3,5	14,1
2	Andorre	0,0***	-	1,8*	-
2	Anguilla	3,2*	-	-	-
2	Antigua-et-Barbuda	2,1	-	-	-
2	Aruba	0,9	-	1,2*	0,1
2	Belize	0,9	-	8,8	-
2	Brunei	1,1	-	0,5	-
2	Dominique	1,6	-	0,8	-
2	Gibraltar	0,2	-	21,3****	2,0****
2	Grenade	1,9	-	0,2	-
2	Hong Kong	8,3	5,8	4,0	2,6
2	Iles Turques-et-Caïques	0,4	-	2,8*	-
2	Iles Vierges britanniques	269,7	-	-	-
2	Labuan	-	-	-	-
2	Liban	1,1	-	1,4	0,1
2	Liechtenstein	-	-	7,7*	-
2	Macao	0,5**	1,8	0,5	0,5**
2	Maldives	0,2	-	0,6	-
2	Monaco	-	-	-	-
2	Panama	1,9	2,5	7,1	0,3
2	Saint-Vincent-et-les-Grenadines	2,2	-	7,6	-
2	Saint-Christophe-et-Niéves	2,6	-	-	-
2	Sainte-Lucie	2,2	-	1,0	-
2	Samoa	0,1	-	18,2	-
2	Seychelles	1,6	-	7,7	-
2	Singapour	3,1	8,3	4,9	1,5
2	Vanuatu	1,7	-	0,9	1,1****
3	Belgique	3,2	3,3	2,2	1,5
3	Chypre	1,9	9,2	6,8	1,5
3	Emirats arabes unis	0,6	-	0,0	-
3	Irlande	1,7	9,1	8,2	6,1
3	Lettonie	0,5	-	0,9	0,1
3	Malte	1,4	-	7,3	1,7
3	Pays-Bas	1,8	3,0	2,7	1,3
3	Royaume-Uni	1,3	5,3	4,2	0,9
3	Suisse	2,6	4,2	3,9	1,8

Sources : BRI, FMI (International Financial Statistics, Coordinated Portfolio Investment Survey), CNUCED, World Development Indicators, Wolfram Alpha, calculs Centre d'analyse stratégique.

Tableau 2

Niveau d'imposition, opacité et spécialisation des trois cercles de CFO

Cat	Juridiction	Banque internationale	Captives d'assurance	Gestion d'actifs	Mutual funds	Finance structurée	Score d'opacité*	Imposition préférentielle	Spécialisation
1	Antilles néerlandaises*	x	x	x	x		75	imposition sur les revenus territoriaux, beaucoup d'exemptions.	commerce et jeux en ligne.
1	Bahamas	x	x	x	x		100	IS, IR 0%.	casinos et jeux en ligne.
1	Bahreïn	x		x	x	x	92	IS, IR 0%.	
1	Barbade	x	x	x	x		100	imposition faible, et uniquement sur les revenus territoriaux.	
1	Bermudes	x	x	x	x	x	92	IS, IR 0%.	1er marché des captives d'assurance.
1	Guernesey	x	x	x	x		79	IS 0/10% , IR capé à 250000£ sur les revenus étrangers.	
1	Ile de Man	x	x	x	x		83	IS 0/10%, IR capé 100000 £.	
1	Iles Caïmans	x	x	x	x	x	92	IS, IR 0%	
1	Iles Marshall	x		x			92	exemption d'IS pour les IBC, exemptions d'IR fréquentes.	3e pavillon de complaisance
1	Jersey	x	x	x	x	x	87	IS 0/10% , IR	
1	Luxembourg	x	x	x	x	x	87	imposition classique, exemption pour les holdings et les fonds	2e marché des mutual fund, 3e marché de tous les fonds.
1	Maurice, République de	x	x	x	x		96	IS 15%, moindre pour les IBC.	1er fournisseur d'IDE à l'Inde
2	Andorre	x	x	x			83	IS, IR 0%	
2	Anguilla	x	x	x	x		87	aucun impôt, et structure de PRL avantageux.	
2	Antigua-et-Barbuda	x					92	exemption d'impôt sur les IBC, exemptions possibles, et statut avantageux de PRL qualifiée.	
2	Aruba	x	x	x	x		83	exemption taxation sur IBC	
2	Belize	x	x	x	x		100	exemption sur IBC , IR 0%	
2	Brunei	x	x	x	x		100	non	
2	Dominique	x	x	x	x	x	100	non	
2	Gibraltar	x	x	x	x		92	exemption d'imposition pour les IBC.	
2	Grenade	x	x	x	x		92	exemption d'IS pour les IBC.	
2	Hong Kong	x	x	x	x	x	62	imposition sur les revenus territoriaux, beaucoup d'impôts n'existent pas.	6e marché financier en valeur (2010).
2	Iles Turques-et-Caïques	x	x	x	x		100	aucune imposition directe.	
2	Iles Vierges britanniques	x	x		x		92	aucune imposition sauf sur les importations et les propriétés terrestres.	1er lieu d'incorporation d'IBC (800 000).
2	Labuan	x	x	x			100	IS à 3% avec beaucoup d'exemptions.	
2	Liban	x		x	x		91	IS 15%	
2	Liechtenstein	x	x	x	x		87	IS 15%, exemption pour plusieurs types de sociétés (type holding).	
2	Macao	x	x	x	x		87	exemption d'IS pour les IBC.	1er marché du jeu en ligne.
2	Maldives	x	x	x			80	IS, IR 0%	
2	Monaco	x	x	x	x		67	IR 0%, IS 0% dans la plupart des cas.	casinos
2	Panama	x	x	x	x		92	imposition sur les revenus territoriaux.	1er pavillon de complaisance
2	Saint-Vincent-et-les-Grenadines	x	x	x			100	exemption d'IS pour les IBC.	
2	Saint-Christophe-et-Névis	x	x	x	x		92	exemption d'IS pour les IBC, PRL.	
2	Sainte Lucie	x	x	x	x		100	exemption d'IS pour les IBC.	
2	Samoa	x	x	x	x		100	IS 0%	
2	Seychelles	x	x	x	x		100	imposition sur les revenus territoriaux, aucune autre imposition.	
2	Singapour	x	x	x	x	x	79	IS 17%, exemptions et imposition sur les revenus territoriaux.	22e marché financier en valeur (2010).
2	Vanuatu	x	x	x	x		100	aucune imposition directe.	
3	Belgique	x	x	x	x	x	73	régime de holdings avantageux, déduction des intérêts notionels, autres avantages.	
3	Chypre	x	x	x	x		75	IS 10%	
3	Emirats arabes unis	x	x	x	x	x	92	pas d'imposition, sauf sur le secteur pétrolier et bancaire.	
3	Irlande	x	x	x	x	x	62	IS 12,5 - 25%	
3	Lettonie	x		x			75	IS 15%	
3	Malte	x	x	x	x		83	IS 35%, exemptions pour les holdings.	
3	Pays-Bas	x	x	x	x	x	58	IS 25%, avantages pour les holdings et le rapatriement d'intérêts ou royalties.	
3	Royaume-Uni	x	x	x	x	x	42	20-27%, régime avantageux pour les PRL. IS hétérogène selon les cantons.	3e marché financier en valeur (2010).
3	Suisse	x	x	x	x	x	100	Nombreuses exemptions, et statut de holding très avantageux.	15e marché financier en valeur (2010).

* séparées en octobre 2010, Curacao et Saint-Martin.

* Ratio 2008, ** Ratio 2007, *** Ratio 2006, **** Ratio 2005, données du PIB provenant de Wolfram Alpha.

RdM : reste du monde, IS : Impôt sur les sociétés, IR : impôt sur le revenu.

Source : recherche Centre d'analyse stratégique.

Le score d'opacité provient du *Tax Justice Network* et se fonde sur douze critères ayant trait à la transparence et à l'accès aux données des juridictions (présence du secret bancaire, d'un registre des trusts/fondations, de comptes de sociétés, de leur bénéficiaire effectif, de traités d'échanges d'information, etc.). Le score de 100 correspond aux juridictions les plus opaques. Voir www.financialsecrecyindex.com.

Les International Business Company ou Corporation (IBC) sont des sociétés *offshore* qui ne peuvent faire affaire dans la juridiction où elles sont incorporées. Les partenariats à responsabilité limitée (*limited liability company ou partnership*) sont un autre type de structure sociétairé avantageuse, formes flexibles qui se rapprochent des sociétés à responsabilité limitée et des sociétés en commandite simple.