Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Mission confiée par le Président de la République

Dans le contexte de la Présidence française de l'Union européenne 2008

Rapport sur la crise financière

René Ricol

Septembre 2008

Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

ue 2008.fr

Rapport sur la crise financière

Mission confiée par le Président de la République à René Ricol
dans le contexte de la Présidence française de l'Union européenne 2008.

Septembre 2008

Note

Ce rapport a été réalisé grâce au concours d'experts et en collaboration avec d'éminentes personnalités.

Je veux remercier chacun d'entre eux et en particulier l'ensemble des membres du groupe de travail pour leur mobilisation au cours des quatre derniers mois.

Je souhaite également exprimer ma reconnaissance aux personnalités qualifiées qui ont éclairé nos travaux de leurs analyses et de leurs commentaires sur le projet de rapport.

Je dois enfin souligner la contribution exceptionnelle des services et des équipes du Trésor français, de la Banque de France et de l'AMF.

Ce rapport et les recommandations qu'il suggère pour répondre à la situation de crise financière, n'engagent bien évidemment que moi même.

René Ricol

Avant-propos

La crise financière qui a éclaté à l'été 2007 est saisissante par son ampleur, par la rapidité de sa contagion à la sphère financière mondiale, mais aussi par sa durée, puisqu'un an plus tard, elle continue de produire ses effets. Ces facteurs en font l'une des crises les plus impressionnantes et, sans doute, sans équivalent dans l'histoire financière récente.

Plusieurs phénomènes ont contribué à faire croître les flux de liquidité dans des proportions largement supérieures à celles de la croissance économique réelle : une surabondance d'épargne dans les pays asiatiques ainsi que dans les pays producteurs de pétrole; une politique macro-économique expansionniste aux Etats-Unis pour relancer la croissance après la dernière crise, associée à une distribution massive de prêts immobiliers qui s'est révélée excessive ; au niveau mondial, un manque de coopération économique entre les principaux pays. Pour la première fois depuis de nombreuses années, la crise a éclaté dans le secteur du crédit aux particuliers, avant de devenir un phénomène de marché. Le système sophistiqué et supposé stable de production et de distribution de produits financiers, abondamment utilisé par les banques, a facilité cette propagation. Il a encouragé la création d'instruments financiers extrêmement complexes, permettant aux établissements financiers, surtout aux Etats-Unis, d'externaliser leurs risques. Ceux-ci ont ensuite été distribués et achetés, très largement en Europe, sans analyse rigoureuse des actifs sous-jacents et des fondamentaux de l'économie réelle, en partie en raison de la notation qui leur était attribuée et qui laissait croire qu'il s'agissait d'actifs de qualité présentant des risques faibles. Il n'est pas étonnant que ce défaut d'appréciation de la situation économique réelle ait conduit à une crise et ait provoqué une perte de confiance considérable ainsi que des pertes financières qui n'ont pas toutes été externalisées à ce jour.

Si la liquidité a déserté les marchés interbancaires, elle n'a pas disparu pour autant et reste à la recherche d'opportunités d'investissement offrant des rendements élevés. Orienter la liquidité, là où elle s'avère la plus productive pour les économies, est donc devenu un objectif essentiel. Ceci est d'autant plus nécessaire que de nombreux facteurs de risque demeurent, que la crise n'est pas encore terminée et que l'économie réelle va en être affectée sérieusement.

Les institutions publiques et privées dans le secteur financier reconnaissent l'importance des questions en jeu. Leurs réactions et leurs recommandations ont été rapides et pertinentes. Elles couvrent un large spectre de problématiques. Le nombre et la complexité de leurs propositions, aussi bien que l'importance des travaux effectivement en cours, peuvent toutefois ajouter de l'incertitude à la situation présente, créer des interrogations sur les priorités et sur l'horizon de temps nécessaire à la prise de décision. Il est par conséquent prioritaire de concentrer les efforts sur la préparation de mesures pragmatiques et susceptibles d'être mises en œuvre rapidement. Il est également indispensable de faire évoluer les mécanismes de régulation pour permettre de mieux répondre aux risques qui demeurent.

Les problématiques issues de la crise, peuvent trouver des solutions rapides, pertinentes et potentiellement consensuelles. Mais elles ne peuvent être décidées et mises en œuvre qu'avec des méthodes et des instruments adaptés.

En réponse à la lettre de mission du Président de la République, ce rapport propose 30 recommandations, en ligne avec le plan d'action du Conseil ECOFIN et les propositions du Forum de Stabilité Financière (FSF), avec pour objectif de favoriser le retour de la confiance sur les marchés financiers. Ces recommandations visent l'Europe en tant qu'acteur politique sans ignorer les responsabilités fondamentales des autorités nationales et des organisations internationales. Il doit être reconnu que le degré avancé d'intégration financière de l'Europe, son influence internationale, justifient que la prise en compte de la dimension européenne constitue une condition indispensable à l'efficacité et au succès des politiques aussi bien nationales que globales.

Les recommandations formulées répondent à un double objectif : proposer des solutions concrètes et immédiates pour faire face à la crise et engager les réformes nécessaires qui permettront à l'Europe d'être plus résistante, dans un contexte mondial où les crises financières sont susceptibles de se multiplier à l'avenir. Ces recommandations sont par nature techniques, aussi bien que conceptuelles et politiques.

Renforcer l'Europe et son leadership politique

Le dispositif d'expertise et de prise de décision construit autour de l'ECOFIN ne doit pas être transformé mais renforcé. *Les recommandations visent à permettre à l'ECOFIN d'obtenir des informations appropriées sur la stabilité des marchés financiers internationaux, et de surveiller l'élaboration et la mise en œuvre des principales politiques de régulation de manière plus efficace, avec un équilibre approprié dans la prise en compte des perspectives de court terme et de long terme, toutes deux nécessaires.*

À cet égard, il est essentiel de concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy, pour réaliser "plus d'Europe" dans les structures de régulation et de supervision. Cela nécessite de reconnaître que les comités de « Niveau 3 » doivent jouer pleinement leur rôle d'harmonisation et qu'ils doivent également développer une supervision au niveau européen lorsque cela est justifié.

La transparence doit être améliorée pour rétablir la confiance. *Le concept clé ici est la « surveillance » des marchés non régulés. Surveillance signifie « prêter attention » au marché dans son ensemble afin d'identifier des tendances préoccupantes. Il s'agit donc d'avoir accès à une information suffisante concernant les transactions effectuées en dehors des marchés organisés. Ceci permettra, si des risques s'accroissent dangereusement, l'intervention correctrice et ponctuelle des régulateurs, évidemment coordonnée au niveau global.*

L'Europe se doit d'agir avec des objectifs politiques clairs*. A cet égard, il est important de noter que la crise, et, plus précisément, les besoins de recapitalisation de nombreuses institutions financières, ont mis en lumière le rôle des investisseurs de long terme. Il est crucial que l'Europe favorise ceux des acteurs financiers concernés qui s'inscrivent dans des stratégies de long terme. Au moment où les banques et les institutions financières, comme les fonds de pension traditionnels, ne sont plus en mesure*

de supporter une part supplémentaire du financement de la croissance économique future, il est nécessaire, au niveau national mais aussi régional, de rediriger la liquidité vers des investissements de long terme, notamment en actions.

Dans le même esprit, ***l'attention doit être portée aux questions liées à la distribution de crédit*** *et aux moyens à mettre en œuvre pour que les emprunteurs individuels soient à l'abri des risques de marché. L'expérience en la matière est variée en Europe et ailleurs, avec une histoire longue et riche en leçons reçues. Il est en particulier nécessaire sur ce point, d'empêcher que les institutions financières ne contribuent à la fragilisation des ménages et ne les mettent en danger, en leur prêtant des fonds à des conditions qu'ils ne peuvent supporter.*

Promouvoir l'Europe comme un acteur efficace de la globalisation

Un outil spécifique manque pour permettre de prendre, sur des questions précises, des décisions rapides et consensuelles*. De telles décisions ne peuvent en effet être obtenues avec suffisamment de rapidité par les voies habituelles, qui n'ont pas toujours été conçues pour des périodes de crise. L'ECOFIN pourrait prendre l'initiative de proposer le lancement de « conférences de consensus accéléré ».*

Celles-ci visent à réunir les parties prenantes concernées, sous l'égide d'un forum approprié ou d'une institution, avec un format précis et un mandat adapté à chaque problématique, le plus souvent au niveau global de manière à trouver un accord avec tous les partenaires. L'objectif est de parvenir rapidement sur des questions spécifiques et urgentes à une solution commune et consensuelle. Les recommandations du rapport en fournissent plusieurs exemples : la valorisation des actifs illiquides et leur traitement comptable, les propositions faites par le secteur bancaire sur les rémunérations ou la mise en place d'une supervision européenne des agences de notation coordonnée au niveau mondial.

Dans une période de temps très courte et prédéfinie, les participants à ces conférences devraient aboutir à des conclusions claires, reprises sous forme d'une liste de résolutions que les parties s'engageraient à mettre en œuvre sans délai dans leurs juridictions ou institutions respectives. Bien entendu, ces « conférences de consensus accéléré » ne sauraient se substituer à la mise en œuvre d'une régulation forte, à la condition et au moment où celle-ci serait nécessaire.

Les recommandations exprimées visent aussi à mieux piloter l'économie à travers les cycles de crises. *Les superviseurs doivent dans ce but être dotés des pouvoirs nécessaires pour être en mesure, le cas échéant, de contrer ou d'atténuer la "procyclicité" des règles et des pratiques.*

Mais d'une manière générale, tous les acteurs du marché doivent s'engager à des pratiques saines. Celles-ci, dans de nombreux secteurs de l'industrie financière, ont évidemment été oubliées pendant les prémices de la crise. "L'éthique" doit revenir sur le devant de la scène, être mieux contrôlée et mieux gérée. La compétence doit également redevenir une priorité, tant pour décider que pour conduire des opérations saines et garantir dans tous les cas des réactions appropriées de la part du management et des conseils d'administration. Ce point devrait être vérifié plus régulièrement et plus en

profondeur. Il est clair qu'une régulation accrue n'est pas forcément la réponse adéquate. C'est en premier lieu à l'industrie de traiter ces questions. Mais les dispositifs de contrôle interne et de gouvernance mis en œuvre devront être expertisés régulièrement par les régulateurs et les superviseurs. Par ailleurs, ceux dont le comportement serait répréhensible devront en assumer les conséquences.

***Plusieurs recommandations sont ensuite formulées dans le but de minimiser les possibilités pour les institutions financières d'effectuer des arbitrages réglementaires et d'atteindre une situation de concurrence équitable pour tous les acteurs au niveau international**. Cet objectif constitue une étape clé vers plus de stabilité financière.*

Ainsi, il est essentiel que toutes les entités ou activités ayant le même potentiel de risque systémique soient soumises aux mêmes règles prudentielles. Un autre objectif, est d'éviter la rupture entre les transactions de gré à gré et celles réalisées sur les marchés organisés ou entre des entités régulées et non régulées, afin d'empêcher à l'avenir que les désordres sur les marchés puissent se développer librement et plus ou moins ouvertement, hors de portée des régulateurs. De tels objectifs, bien sûr, ne peuvent être poursuivis qu'au niveau global.

***Certaines recommandations ont pour but l'établissement de normes mondiales** dans différents domaines mais, sans attendre que cet objectif soit atteint, il est important de veiller à assurer a minima une reconnaissance mutuelle et une cohérence complète des normes en vigueur.*

*Ces objectifs globaux imposent de **renforcer l'architecture de la régulation à l'échelle mondiale**. Le dialogue bilatéral est à cet égard essentiel, en commençant par **le dialogue transatlantique qui doit être amplifié** afin d'assurer une situation équitable dans les domaines les plus importants.*

L'Union Européenne doit également développer un dialogue de fond avec les pays jouant maintenant un rôle clé dans l'activité financière mondiale comme la Chine et l'Inde.

*Sur le plan multilatéral, **le nombre de régulateurs doit être réduit chaque fois que cela est possible.** Il est nécessaire d'assurer rapidement une meilleure cohérence de leurs approches, ce qui implique une meilleure coordination des régulateurs entre eux, dans le respect de leurs obligations légales respectives. La réforme de la gouvernance de l'IASB est certainement l'une des plus indispensables, pour assurer la responsabilité, la légitimité et l'indépendance de l'organisation dans son rôle de normalisateur, tout en satisfaisant aux nécessaires exigences de compétence, de réactivité et d'efficacité. Compte tenu du débat pratiquement permanent sur la procyclicité, et même si dans ce domaine il ne peut y avoir aucune certitude, il est difficile d'imaginer que la crise ne conduise pas à une coordination plus étroite entre les normalisateurs comptables d'une part et les régulateurs et superviseurs d'autre part.*

Cette coordination est également nécessaire dans la lutte contre toutes les formes d'abus de marché : c'est pourquoi il est recommandé de renforcer les outils institutionnels à la disposition des régulateurs dans ce domaine.

***Enfin, la coopération entre le FMI et le FSF doit être favorisée**, en s'appuyant sur l'excellence de ces institutions. Le FSF doit poursuivre ses efforts d'ouverture à d'autres juridictions, qui jouent un rôle croissant sur les marchés financiers.*

* * * * *

Ces recommandations définissent un ensemble d'objectifs. Elles s'adressent aux politiques, aux régulateurs, aux superviseurs, mais aussi à l'industrie financière, aux acteurs de marché et à leurs propres organisations représentatives. Tous ont une responsabilité dans le maintien de la stabilité financière. Ils doivent accroître leur compréhension des marchés aussi bien que leur vigilance, en particulier en ce qui concerne les questions d'éthique, afin de se préparer au mieux aux crises futures, qui sont inévitables.

Leur mise en œuvre ne présente pas le même caractère d'urgence et ne peut s'envisager dans un horizon de temps identique. La priorité doit être donnée à très court terme à ce qui est de nature à restaurer la confiance, c'est à dire à la gouvernance des institutions financières, à leur aptitude à gérer leurs risques et au fonctionnement amélioré des agences de notation. La priorité doit également être donnée à court terme, à la vigilance des politiques économiques et de régulation ainsi qu'à leur bonne coordination. Enfin à moyen terme, tout ce qui combat la procyclicité et l'anticipation des risques doit être favorisé. A cet égard le dialogue de l'Europe avec les Etats-Unis mais aussi avec les puissances économiques émergentes, est essentiel.

Bien évidemment ces réformes ne constituent pas une fin en soi. Elles ne se justifient que si l'on considère que la finance est un moyen indispensable de soutien à l'investissement de long terme, depuis le micro financement jusqu'au capital investissement, quelle que soit la forme qu'il puisse prendre, qui conduit à la création d'emplois et à la croissance.

Synthèse

Origines et causes de la crise financière

L'enchaînement des événements qui ont conduit à la crise est aujourd'hui bien identifié. Les troubles apparus à l'été 2007 sont intervenus après une période de croissance exceptionnelle de distribution du crédit et de recours, pour financer ce crédit, à un levier d'endettement considérable dans le système financier. Les banques prêteuses ont utilisé la titrisation et vendu leurs créances à d'autres intermédiaires financiers (suivant le modèle dit « *Originate to Distribute* »), en dehors de toute régulation, sous la forme de véhicules d'investissement structurés (SIV) et d'autres véhicules hors bilan. Ces véhicules, qui regroupaient des créances de long terme et de qualité variable, étaient financés par des investisseurs à court terme. Après plusieurs années de conditions macroéconomiques favorables et dans un contexte de liquidité abondante, les investisseurs se sont montrés de moins en moins vigilants au regard des risques croissants de ces nouveaux produits financiers toujours plus complexes mais néanmoins très bien notés par les agences de notation, ce qui sous-entendait un faible risque pour les investisseurs, les institutions financières et les autres acteurs.

L'augmentation du taux de défaut des emprunteurs sur les prêts hypothécaires « *subprimes* » aux Etats-Unis a entraîné un assèchement de la liquidité sur ces marchés. Les relations interbancaires en ont été largement affectées au travers d'une crise de confiance. Les banques ont par conséquent eu à subir de lourdes pertes, ce qui a *in fine* déclenché une crise financière mondiale. Les banques centrales ont dû, et doivent encore, effectuer des injections répétées de liquidité pour maintenir une certaine confiance.

Le phénomène des mouvements de liquidité constitue une question centrale adressée à la communauté internationale. Le paradoxe de la crise actuelle tient à ce que les liquidités sont globalement toujours abondantes, mais ne sont plus là où elles sont le plus nécessaires. La crise financière a surpris tous les acteurs par son ampleur et sa propagation rapide, qui au plan technique, résultent du niveau de transformation induit par les véhicules de titrisation et, plus fondamentalement, par les effets de la globalisation sur les marchés, devenus très dépendants du niveau de confiance.

Une série de leçons peut être tirée de cette analyse. Pour les régulateurs et les superviseurs, il est important de mieux connaître le déplacement des liquidités, de restaurer la confiance sur les marchés ou sur certains produits devenus illiquides, de veiller constamment à l'absence d'arbitrage réglementaire, de changer les mécanismes d'intéressement dans les établissements financiers présentant des risques systémiques potentiels. Pour les acteurs du marché, la crise souligne la nécessité d'une plus grande vigilance de la part des investisseurs à l'égard des produits ou instruments financiers complexes et de mieux comprendre à la fois les risques individuels et les risques systémiques.

De nombreux problèmes mis en lumière par la crise sont liés à la complexité et l'opacité croissante des instruments financiers.

Plusieurs acteurs et facteurs ont contribué à maintenir cet état de fait indésirable. Cette situation est notamment vraie pour les banques et leurs dirigeants. De leur côté, les investisseurs n'ont souvent pas été assez vigilants. Enfin, les agences de notations ont reconnu de nombreuses erreurs. D'une manière générale, il a manqué une supervision appropriée.

Tous les effets de la crise ne sont pas encore connus et des incertitudes demeurent, notamment en ce qui concerne la situation de nombreuses institutions financières. Il est devenu indispensable pour ces dernières, mais également pour les acteurs touchés par la crise, de révéler honnêtement leurs expositions.

La volatilité du prix des matières premières au cours de l'année écoulée, constitue une incertitude supplémentaire avec des effets extrêmement négatifs pour les consommateurs, et ceci dans toutes les régions du monde. Il est aujourd'hui difficile de dissocier les deux crises et la possibilité d'une bulle spéculative sur ce marché ne saurait être écartée. L'intervention massive d'investisseurs financiers non spécialisés ne peut qu'aggraver la situation, en créant une volatilité excessive sur ces marchés. Une discussion est nécessaire pour savoir si des investisseurs non professionnels peuvent continuer d'être autorisés à investir sur les marchés de matières premières de façon aussi massive et déconnectée des fondamentaux de ces marchés.

Les facteurs clés, à l'origine de cette crise ou qui ont créé les conditions de son développement, sont aujourd'hui reconnus : une liquidité excessive, une large dérégulation dans certains domaines, des retours sur fonds propres dans le secteur financier sans lien avec les rendements de l'économie réelle et des lacunes dans la gestion des risques au sein des banques. La crise continue à se développer, il est fort probable qu'elle dure et que les banques aient à supporter à nouveau des pertes dans un futur proche.

Les initiatives déjà prises et les propositions formulées en réponse à la crise

De nombreuses institutions publiques et privées ont formulé des propositions en réponse à la crise. Les travaux couvrant le spectre le plus large émanent au plan international du FSF, à la demande des ministres des finances du G-7 et des gouverneurs des banques centrales. En Europe, la feuille de route de l'ECOFIN, actualisée en mai 2008, comporte un ensemble de propositions relatives au renforcement du processus Lamfalussy en matière de supervision financière. Un état des lieux de la mise en œuvre des principales recommandations est présenté dans la partie B de ce rapport.

S'agissant des règles prudentielles applicables aux banques en termes de capital et de liquidité, des propositions ont été formulées pour augmenter le capital réglementaire des produits de crédit structuré complexes, ainsi que pour durcir le traitement en capital des lignes de liquidité mises en place pour les véhicules hors bilan. Le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire (BCBS), qui a souligné l'importance pour les banques de mettre en place un dispositif rigoureux de gestion du risque de liquidité, élabore également un ensemble de recommandations sous Bâle II, visant à renforcer la surveillance de la gestion des risques

par les banques et de leurs pratiques en matière de scénarii de crise, ainsi que pour exiger d'elles une meilleure gestion et une meilleure information de leurs engagements hors bilan dans des conditions appropriées.

L'importance d'une mise en cohérence de la structure incitative des politiques de rémunération avec les intérêts à long terme de l'industrie financière, a été soulignée à la fois par le Groupe de Travail du Président des Etats-Unis d'Amérique sur les Marchés Financiers (PWGFM), le FSF et par l'ECOFIN.

S'agissant des marchés non réglementés (marchés « *over the counter* » ou OTC), un accord a pu être trouvé sur le programme de travail suivant pour améliorer les infrastructures des marchés OTC des dérivés de crédit :

- Un renforcement de la standardisation et de l'automatisation des transactions sur dérivés de crédit ;

- Le développement d'un système centralisé de contrepartie pour les contrats d'échange sur les défauts de crédit ;

- L'incorporation aux contrats standards de dérivés de crédit d'un mécanisme de règlement basé sur un système d'enchères ;

- La réduction du volume actuel des transactions sur dérivés de crédit par la mise en place, à un niveau multilatéral, d'échéances sur les transactions.

En ce qui concerne l'information donnée par les institutions financières, sujet considéré crucial par les ministres des finances du G-7 en avril, le FSF a élaboré un cadre de transmission par ces institutions d'informations quantitatives et qualitatives plus raisonnées et plus conformes sur l'exposition aux risques, les valorisations, les entités hors bilan et les politiques correspondantes.

Des travaux sur la valorisation des actifs illiquides sont également menés actuellement par l'IASB, le BCBS et le Comité Européen de Régulation des Valeurs Mobilières (CESR) qui a publié un rapport sur le sujet à la mi-juillet.

S'agissant des agences de notation, de nombreuses recommandations ont été formulées, notamment sur la mise en place d'échelles de notation différenciées et une information accrue sur les produits de crédit structuré, l'évaluation de la qualité des actifs sous-jacents, la limitation des situations de conflit d'intérêts et la réduction de la dépendance réglementaire aux notations. Au niveau européen, un régime de contrôle renforcé des agences de notation a été proposé, et le principe envisagé par la Commission que les agences de notation soient soumises à un système d'enregistrement européen a été retenu.

Le FSF a recommandé la mise en place d'une réelle coopération transfrontalière en matière de gestion des crises et de coopération entre les autorités. La réunion des ministres des finances du G-8 à Osaka a souligné l'importance que des progrès concrets soient réalisés, dans la coopération pour renforcer les capacités d'alerte.

Les banques centrales ont mené des actions coordonnées pour injecter de la liquidité sur les marchés et pour étendre la liste des actifs éligibles en garantie. En ce qui concerne l'augmentation des prix des matières premières, le G-8 a également souligné la nécessité d'une plus grande transparence sur les marchés de l'énergie.

Douze questions à propos de la crise financière

Etant donné l'étendue de la crise financière et sans remettre en cause l'importance du travail accompli, ou en voie de l'être, dans de nombreuses institutions publiques et privées, il est apparu nécessaire d'identifier et d'aborder douze questions stratégiques, en lien avec la lettre de mission du Président de la République.

Pour chacune de ces questions, les enjeux et les débats sont exposés, et des orientations ou des solutions sont proposées, qui seront ensuite sélectionnées et résumées en partie D.

- **Pour la mise en œuvre des recommandations de l'ECOFIN et du G-7,** il est nécessaire de redéfinir les priorités à la lumière de ce qui est faisable et urgent, et de ce qui ne l'est pas ou plus. Les entités en charge de la mise en œuvre de chaque priorité doivent être clairement identifiées et être dotées des moyens nécessaires. Il manque un mécanisme permettant de trouver des solutions d'application immédiate à des problèmes spécifiques en période de crise : les « conférences de consensus accéléré » pourraient constituer l'instrument adéquat. De telles réunions *ad hoc* pourraient se tenir à la demande de l'Europe (ECOFIN, Eurogroupe), sous l'égide de l'institution concernée, avec l'objectif d'identifier, si nécessaire au plan global, des solutions rapides et pragmatiques dont la mise en œuvre serait confiée aux institutions ou juridictions compétentes. De telles conférences pourraient ainsi par exemple être envisagées sur la valorisation des produits illiquides ou les rémunérations dans l'industrie financière ;

- **L'amélioration des normes de transparence semble aujourd'hui primordiale**. En effet, l'information financière publiée par les banques s'est révélée difficile à interpréter par le marché et les banques n'avaient pas pris la mesure des risques associés aux véhicules hors bilan qu'elles avaient élaborés et n'en avaient pas informé le marché. A court terme, la qualité de l'information doit être améliorée et sa standardisation doit être mieux assurée. Les comités de niveau 3 correspondants (CEBS et CESR) pourraient être chargés d'en surveiller la mise en œuvre effective ;

- **La procyclicité a de multiples causes, dont certaines proviennent de la combinaison des normes comptables et des règles prudentielles**. Le FSF prépare actuellement un rapport sur cette question. Une première démarche doit viser à chercher une solution à la question largement débattue de la valorisation des actifs sur des marchés illiquides. Dès à présent, il est important de vérifier qu'existent des conditions de concurrence équitables entre les règles européennes et américaines, ainsi qu'une transparence et une comparabilité suffisante entre les banques. Au-delà, la réforme de la gouvernance de l'IASB doit viser à améliorer la cohérence entre les normes comptables et prudentielles ;

- **La crise a révélé des insuffisances dans les systèmes de gestion du risque et de gouvernance d'entreprise** au sein des institutions financières. Il apparaît aujourd'hui primordial d'actualiser les règles de gouvernance en insistant sur la nécessaire compétence des membres du conseil d'administration ou de surveillance ainsi que des comités spécialisés, et sur les procédures d'information de ces conseils et comités.

Les codes de gouvernance actuellement appliqués en Europe devraient être revus. Le contrôle interne devrait également être correctement défini et revalorisé comme fonction essentielle de gestion des risques. Trois mesures urgentes devraient être prises en priorité : revaloriser l'analyse du risque de crédit dans les banques, améliorer la coordination entre les *risk managers* et la direction centrale des risques, et mieux prendre en compte la dimension macro-économique ;

- **Les agences de notation**, qui jouent un rôle essentiel d'évaluation mais aussi de diffusion d'information sur les produits structurés, ont une part de responsabilité dans cette crise. Elles ont admis avoir commis des erreurs en reconnaissant essentiellement un défaut de prise en compte de l'environnement ainsi qu'une insuffisante adaptation de la notation des produits en fonction de leur évolution. Les priorités, dans ce domaine, sont de vérifier que les règles adoptées par les agences dans le cadre du nouveau code de conduite de l'IOSCO sont respectées et le cas échéant renforcées, de s'assurer que l'enregistrement, la réglementation et le contrôle des agences sont coordonnées au niveau global, et d'encourager le développement de modèles alternatifs. Une procédure de revue interne de contrôle de qualité s'avère également nécessaire. Les agences et l'IOSCO pourraient mettre au point une telle procédure, sur le modèle de ce qui existe déjà pour les auditeurs ;

- **Des discussions devraient également s'engager sur le rôle des auditeurs.** Bien que ces derniers n'aient pas suscité de critiques lors de la crise des subprimes, un décalage existe entre les informations relatives au passé qui sont données dans le rapport d'audit et les attentes de l'industrie d'une opinion prospective sur les risques auxquels font face les entreprises. Il est également souhaitable de favoriser une convergence des normes d'audit et d'indépendance à l'échelle mondiale ;

- **La question des rémunérations dans l'industrie financière** est apparue dans les débats, évoquée tant par le FSF que par les banquiers à l'échelle mondiale (IIF). L'industrie est apparemment prête à faire des propositions en la matière. Il est nécessaire de demander à la profession d'arrêter une position de façon collective concernant la rémunération des différents acteurs de marché – faute de quoi la mise en place de systèmes rigoureux, non procycliques, et limitant les prises de risques excessives à court terme, pourrait être décidée par les régulateurs ;

- **La protection des investisseurs individuels, des emprunteurs et des détenteurs de polices d'assurance** est également importante, bien qu'en apparence ils n'aient, jusqu'à présent, été que peu exposés aux marchés de la finance structurée. Un cadre communautaire harmonisé est nécessaire pour les produits de substitution, quelle que soit leur forme juridique, pour préserver tant la réglementation des produits vendus aux investisseurs individuels que la protection qui leur est assurée ;

- **Une amélioration de la transparence et de l'organisation des marchés** pourrait permettre de combler de nombreuses lacunes. Une avancée indispensable serait la

création d'un système intégré pour les opérations de *clearing* et de règlement-livraison sur des transactions conclues en dehors des marchés organisés. Un tel système devrait exister au niveau international, ou à défaut européen. La transparence est aussi un point clé pour mieux connaître et surveiller les mouvements des marchés de matières premières, à commencer par le pétrole. Ceci pourrait permettre de mieux comprendre et le cas échéant de limiter les éventuels effets négatifs de l'investissement financier massif qui s'est porté sur ce marché. La transparence est nécessaire sur les stocks physiques, sur les marchés à terme et OTC, et entre autorités publiques, afin de partager les informations au niveau global. Par ailleurs, des travaux doivent être poursuivis pour amplifier les efforts initiés aux Etats-Unis concernant certaines entités peu ou pas régulées comme les *hedge funds*, mais également certaines pratiques de marché, comme la vente à découvert ;

- **L'architecture institutionnelle de la régulation doit être optimisée.**
La première étape est d'assurer une application harmonisée de la législation européenne en renforçant les dispositions techniques de niveau 3 (organismes de supervision des banques, des assurances et des marchés de valeurs mobilières). Ces normes doivent promouvoir la convergence des pratiques de supervision sur la base d'une interprétation partagée des mesures légales et réglementaires, sans avoir à remettre en cause la législation elle-même au niveau supérieur ;

La deuxième étape est la relance du dialogue transatlantique, dans une optique d'harmonisation des conditions de concurrence, tant en matière comptable que prudentielle, et avec le souci d'une coordination harmonieuse des dispositifs de régulation (par exemple à l'égard des agences de notation). Ceci permettrait d'assurer une lisibilité et une sécurité élevées pour les acteurs du marché financier. Cette action peut prendre de nombreuses formes, dont la reconnaissance mutuelle et la mise en œuvre coordonnée ;

La troisième étape est la promotion, à l'échelle mondiale, d'un meilleur dialogue entre l'Europe, les Etats-Unis, le Japon et les économies émergentes jouant maintenant un rôle clé dans l'activité financière mondiale tant au niveau technique que politique comme la Chine, l'Inde. Pour atteindre ce but, l'Europe devrait développer et préserver un dialogue sur une base bilatérale afin d'assurer une reconnaissance mutuelle et une meilleure compréhension des différentes législations ;

- **Il convient de repenser l'articulation entre régulation et surveillance.** La surveillance, qui consiste en l'observation de l'ensemble du marché pour identifier les tendances préoccupantes, doit devenir une partie intégrante du système, et conduire à l'élaboration de systèmes d'alerte renforcés par la création de véritables scénarii de gestion de crise. Elle suppose que les régulateurs et les superviseurs aient accès à une information suffisante sur les transactions des acteurs du marché qui sont réalisées en dehors des marchés organisés ;

- La question de la **directive Solvabilité II** va se poser pendant la Présidence française. Deux points méritent une attention particulière : en premier lieu, la supervision des groupes d'assurances, qui devrait constituer une priorité, et en second lieu le nouveau cadre prévoyant un horizon à un an pour les règles prudentielles, qui est porteur de certains risques en favorisant une gestion financière court-termiste dans l'industrie de l'assurance.

Propositions pour l'Europe

L'Europe se trouve à nouveau confrontée à une crise majeure, qui s'est diffusée rapidement sur les marchés, continue à se développer se transformant progressivement en un cycle de crises. Cette situation pourrait avoir des conséquences durables et néfastes sur la croissance, le niveau de vie des membres les plus défavorisés de nos sociétés, le système mondial des échanges et l'harmonie des relations internationales.

Les risques de crise font maintenant partie intégrante de l'environnement économique. Il est impossible de les éviter mais il est prioritaire d'être mieux équipé pour les affronter lorsqu'elles apparaissent.

Pour faire face aux crises et être capable d'en sortir plus vite et renforcé, l'Europe doit être forte, réactive et capable de travailler avec efficacité au niveau international. Ceci appelle une volonté politique commune et des moyens d'actions efficaces.

La priorité devrait être de trouver rapidement des solutions appropriées à des problèmes spécifiques majeurs soulevés par la crise. Cela nécessite d'avoir recours à un nouvel instrument *ad hoc* : la « conférence de consensus accéléré» », qui n'est pas une nouvelle institution mais une nouvelle méthode d'action à la disposition des décideurs. Il est également indispensable d'appréhender les difficultés au niveau global, ce qui signifie reconnaître l'interdépendance des économies nationales, accepter que les crises financières puissent se diffuser de plus en plus rapidement et à une échelle de plus en plus grande, accepter qu'aucun sujet ne soit tabou et travailler à l'amélioration de l'efficacité en assurant une véritable harmonisation des normes, de la régulation et de la supervision.

La volonté politique commune doit être de renforcer l'Europe et l'efficacité de ses marchés financiers. L'Europe doit être exemplaire, en favorisant l'investissement de long terme et en s'assurant que la régulation est en mesure de jouer un rôle contra-cyclique. L'ECOFIN devrait avoir les moyens aussi bien de gérer la sortie de crise actuelle que de mieux préparer les crises futures.

Les recommandations du rapport, qui s'inscrivent dans le cadre de la feuille de route de l'ECOFIN, peuvent être regroupées en sept principes généraux :

- **Renforcer le rôle politique clé de l'ECOFIN** avec une information accrue, régulièrement révisée et expertisée sur les problématiques de stabilité financière et les questions de régulation – *Recommandations 1 à 5* ;

- **Concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy** en assurant une meilleure harmonisation dans la mise en œuvre des mesures, une réelle supervision des groupes paneuropéens au niveau européen, une supervision commune des banques et des compagnies d'assurances et la mise en place d'un cadre de surveillance au-delà de la seule supervision. Tout ne doit pas être régulé ou supervisé mais toutes les activités similaires devraient pouvoir être surveillées, ce qui signifie de prêter attention au marché dans son ensemble, afin d'identifier des tendances préoccupantes – *Recommandations 6 à 9 ;*

- **Fixer des objectifs politiques clairs** et en particulier : reconnaître les bénéfices de la globalisation, garantir une protection appropriée des petits investisseurs, des emprunteurs et des détenteurs de polices d'assurance, mettre en œuvre une « surveillance » adéquate des marchés et des entités non régulés, veiller à ce que les politiques ne soient pas par elles-mêmes procycliques, et finalement faire en sorte que les problématiques qui émergent soient traitées dès qu'elles sont identifiées au niveau le plus approprié – *Recommandation 10* ;

- **Accélérer le processus de prise de décision par des « conférences de consensus accéléré »,** sur des sujets tels que : la valorisation des actifs en situation de marché illiquide, les agences de notation, les rémunérations dans l'industrie financière, le contrôle interne et la gouvernance. Ces « conférences de consensus accéléré » dont la portée serait nécessairement précise et limitée, constituent un nouvel instrument, destiné à dégager une solution concrète et consensuelle de manière urgente – *Recommandations 11 à 16* ;

- **Mieux se préparer à gérer les crises futures,** avec une approche contra-cyclique des exigences en capital, avec des instruments pour lisser les effets de cycle, en traitant les inquiétudes sur le prix des matières premières et les opportunités de réorientation de l'épargne des ménages vers des investissements de long terme et en actions – *Recommandations 17 à 20* ;

- **Progresser vers la convergence des normes au niveau mondial,** sur les approches de régulation ainsi que sur les normes comptables et d'audit – *Recommandations 21 à 23* ;

- **Améliorer l'architecture globale de la régulation :** en concentrant les efforts vers un dialogue à l'échelle mondiale dans des forums de discussion élargis incluant les Etats-Unis, l'Europe, le Japon mais aussi d'autres économies émergentes ou des états et des centres financiers comme la Chine, l'Inde, en assurant une approche intégrée de la globalisation financière, en systématisant l'évaluation des risques, en créant autour du FMI une chaine de dispositifs d'alerte des risques systémiques et, si possible, en développant des plateformes d'activités post-marché ainsi que des chambres de compensation pour lutter contre l'opacité des marchés de gré à gré. Il est également important de renforcer la coordination de l'IASB avec les superviseurs et les régulateurs afin d'assurer la cohérence de leurs approches. Enfin un « Interpol » financier global est à créer pour parer aux risques de manipulation sur les marchés financiers internationaux – *Recommandations 24 à 30*.

Synthèse des recommandations

Recommandation 1 – Améliorer l'information sur les questions de stabilité financière au niveau politique – Un rapport complet devrait être réalisé tous les six mois pour l'ECOFIN, si possible avant les réunions du FSF et du G-7, qui identifierait les risques majeurs et les remèdes possibles.

Recommandation 2 – Développer les débats sur la régulation financière au niveau politique – Un « conseil d'orientation » sur ces sujets devrait être tenu par l'ECOFIN au moins une fois par an, et aussi souvent que nécessaire.

Recommandation 3 – Compléter les rapports officiels par des expertises indépendantes sur les questions prudentielles – Des collèges d'experts indépendants, désignés par l'ECOFIN, le Parlement européen et la Commission, seraient chargés de conseiller l'ECOFIN sur certains sujets requérant une réflexion indépendante.

Recommandation 4 – Revoir régulièrement les objectifs politiques des plans d'actions – Il pourrait être décidé qu'une telle révision soit réalisée systématiquement par un groupe de « sages » pour l'ECOFIN, tous les trois ans.

Recommandation 5 – Améliorer la coordination politique des dispositifs de régulation – Un dialogue permanent devrait être assuré entre le président du Conseil, le président du CEF, les présidents des comités de niveau 3, le président de la commission ECON du Parlement européen, la Commission et le président de la BCE.

Recommandation 6 – Harmoniser effectivement la mise en place des mesures de régulation européennes – Chaque comité de niveau 3 devrait rendre compte une fois par an à l'ECOFIN, lors des « conseils d'orientation », des distorsions constatées dans la mise en œuvre des normes ainsi que des mesures correctrices envisagées.

Recommandation 7 – Exercer une supervision au niveau européen des groupes paneuropéens– Le CEIOPS et le CEBS devraient avoir un rôle clé dans l'organisation et la mise en œuvre de la supervision de chacun de ces groupes.

Recommandation 8 – Promouvoir une supervision coordonnée voire commune des banques et des assurances – Une coordination plus étroite, ou une éventuelle fusion, entre le CEBS et le CEIOPS serait souhaitable, sans que cela n'interfère avec le besoin de liens plus forts entre les différents comités de niveau 3.

Recommandation 9 – Mettre en œuvre un cadre de « surveillance » au-delà de la supervision – Le CEBS, le CEIOPS et le CESR devraient présenter un plan commun de « surveillance » incluant des mesures précises, même temporaires, lorsque des risques apparaissent.

Recommandation 10 – Fixer des objectifs politiques clairs et contrôler régulièrement leur application – Parmi ces objectifs devraient être reconnus les bénéfices de la globalisation, la nécessité d'assurer une protection appropriée des petits investisseurs et des emprunteurs, le besoin d'assurer une « surveillance » adéquate des marchés et des entités non régulés, la non procyclicité des politiques et le traitement des problématiques qui émergent au niveau le plus approprié.

Recommandation 11 – Favoriser la résolution des problèmes par des « conférences de consensus accéléré »–Les conférences de consensus accéléré pourraient fournir un moyen *ad hoc* pour trouver rapidement des solutions à certains problèmes spécifiques majeurs. Le but est d'arriver à des conclusions claires, dans un laps de temps court et contraignant, sous la forme d'une liste de résolutions que les parties s'engageraient à mettre en place sans délai dans leurs juridictions ou institutions respectives.

Recommandation 12 – Régler la question de la valorisation des actifs financiers sur des marchés illiquides (première conférence) – Les options envisageables seraient de s'appuyer sur les propositions de CESR pour substituer au *mark to market* des actifs de crédit un *mark to model*, d'autoriser les banques à reclasser des actifs d'une catégorie vers une autre afin d'arriver à une situation équitable avec les Etats-Unis ou de créer un nouvel instrument avec des règles prudentielles et comptables spécifiques.

Recommandation 13 – Enregistrer et réguler les agences de notation (deuxième conférence) –Un système cohérent d'enregistrement, de régulation et de surveillance des agences de notation en Europe devrait être conçu, en coordination avec les initiatives d'autres pays ; un nouveau standard de contrôle interne au sein des agences devrait être élaboré. En parallèle, le cadre réglementaire devrait être élargi afin que des modèles alternatifs à la notation puissent se développer.

Recommandation 14 – Lutter contre la procyclicité des mécanismes de rémunération de l'industrie financière (troisième conférence) – Le but pourrait être de s'appuyer sur les propositions des banques elles-mêmes qui ont été annoncées récemment par l'*Institute of International Finance*, également sur les travaux d'autres institutions et de vérifier leur mise en œuvre avant la fin 2008

Recommandation 15 – Renforcer le contrôle interne (quatrième conférence) – Les mesures prises par les banques pour restaurer la confiance pourraient inclure une obligation de renforcer leurs rapports trimestriels, sur une période de 18 mois, sur les efforts entrepris pour améliorer la gestion des risques et des procédures de « *reporting* » de l'information. L'autorégulation devrait être préférée à la régulation externe tout en mettant l'accent sur le fait que le CEBS et les autres institutions non européennes concernées devraient établir une liste claire d'indicateurs clés.

Recommandation 16 – Renforcer la gouvernance et la gestion des risques (cinquième conférence) – Un nouveau consensus doit être dégagé sur les critères de compétence et d'indépendance pour la sélection des membres des conseils d'administration. L'Europe devrait avancer sur ce sujet, en consolidant les codes existants dans le secteur privé et en travaillant à développer une approche commune.

Recommandation 17 – Réduire la procyclicité des exigences réglementaires en capital – Les exigences en capital devraient être flexibles en fonction de critères exogènes (par exemple dans des périodes d'exubérance) ou endogènes (rentabilité exagérément élevée des capitaux propres, augmentation des actifs, etc.…). Les exigences de capital ne doivent pas augmenter pour les banques européennes en période de crise au-delà de ce qui est strictement nécessaire pour restaurer la confiance, ce qu'attend le marché.

Recommandation 18 – Permettre à tous les acteurs du marché d'opérer sur la base de règles cohérentes – Tout doit être entrepris pour éliminer les déséquilibres du marché et créer une situation de concurrence équitable (« *level playing field* ») permettant aux actifs d'être valorisés de manière adéquate.

Recommandation 19 – Prendre part aux débats récents sur les marchés de matières premières –Le Parlement européen devrait se saisir de la question les mouvements récents des prix des matières premières : ils font partie intégrante du cycle de crises.

Recommandation 20 – Créer des plans européens d'épargne retraite individuelle – L'opportunité, au niveau national mais aussi régional, doit être saisie de réorienter l'épargne de la population vers des investissements à long terme et en actions.

Recommandation 21 – Faire converger les approches de régulation – Il convient, en premier lieu, de s'assurer du sérieux de la régulation mise en place aux Etats-Unis pour les banques d'investissement, les *brokers dealers*, et des divers intermédiaires financiers qui sont à l'origine de la crise des *subprimes*.

Recommandation 22 – Faire converger les normes comptables – Les divergences significatives entre les normes comptables internationales (IFRS) et américaines (US GAAP) devraient être supprimées à court terme ; à moyen terme, les efforts de convergence de l'IASB et du FASB devraient être soutenus et contrôlés.

Recommandation 23 – Faire converger les normes d'audit – Toutes les normes d'audit nationales devraient converger vers les normes d'audit internationales (ISA). L'audit légal doit mieux informer sur l'identification des risques.

Recommandation 24 – Amplifier le « dialogue transatlantique »– Le but est l'instauration de conditions de concurrence réellement équitables en structurant la relation entre l'Europe et les Etats-Unis de manière transparente et organisée, où les discussions se tiendraient à un niveau européen consolidé, sur la base d'un mandat clair et précis donné par le Conseil ECOFIN.

Recommandation 25 – Impliquer dans les débats toutes les juridictions pertinentes – Cela signifie développer un meilleur dialogue entre l'Europe, les Etats-Unis, le Japon et d'autres juridictions et centres financiers concernés comme la Chine, l'Inde et d'autres économies émergentes et encourager le FSF à poursuivre ses efforts d'ouverture et de dialogue avec d'autres juridictions, tout en gardant une taille raisonnable. Ceci souligne l'importance pour l'Europe, l'Eurogroupe et l'ECOFIN, de s'engager dans des dialogues bilatéraux.

Recommandation 26 – Donner plus de clarté à la globalisation financière, incluant les marchés de gré à gré – La BCE pourrait examiner les conditions permettant aux marchés de gré à gré de fonctionner avec le même niveau de sécurité et de robustesse que les marchés organisés. A tout le moins, il conviendrait de favoriser le développement de plateformes de post-marché et de chambres de compensation.

Recommandation 27 – Etendre l'évaluation des risques et les échanges d'information autour du FMI - La première priorité est de favoriser l'émergence, autour du FMI, d'une chaîne des dispositifs d'alerte visant tous les risques systémiques. Le FSF devrait être partie intégrante de cette chaine, en complétant les travaux du FMI avec les évaluations publiées par d'autres acteurs.

Recommandation 28 – Réformer la gouvernance de l'IASB – La coordination entre l'IASB et les régulateurs et superviseurs, notamment bancaires, doit favoriser l'amélioration de la cohérence entre les normes comptables et les règles prudentielles. Le président des *Trustees* devrait s'assurer que les questions d'intérêt public sont bien abordées par l'IASB.

Recommandation 29 – Chercher, chaque fois que cela est possible, à réduire le nombre de régulateurs au niveau mondial – Au niveau du G-7, la création du FSF a amélioré la coordination et l'échange d'informations. Des progrès supplémentaires sont souhaitables et devraient être poursuivis.

Recommandation 30 – Créer un « Interpol » financier à l'échelle mondiale – Son rôle serait d'enquêter sur les abus de marché et la fraude financière en vue de parer aux risques de manipulations sur les marchés financiers.

Table des matières

Partie A – Origines et causes de la crise financière 23
I. L'enchaînement des évènements qui ont amené la crise de 2007 est aujourd'hui connu 25
II. Une question centrale adressée à la communauté internationale est celle des mouvements de liquidité 30
III. La crise a révélé des dysfonctionnements importants souvent liés à la complexité et l'opacité croissante des instruments financiers 33
IV. Tous les effets de la crise ne sont pas encore connus, alors même que les incertitudes demeurent 34

Partie B – Initiatives en cours et propositions pour répondre à la crise financière 39
I. De nombreuses institutions, tant publiques que privées, ont formulé des propositions sur le sujet 41
II. Un état des lieux de la mise en œuvre des principales recommandations 42
a) Les exigences en capital des banques 42
b) La gestion de la liquidité 43
c) Le contrôle de la gestion des risques par les banques 43
d) Les règles à respecter par les investisseurs institutionnels lors de l'acquisition de produits structurés 44
e) Les politiques de rémunération dans l'industrie financière 44
f) Les infrastructures opérationnelles pour les dérivés « over the counter » (OTC) 45
g) La transmission d'information sur les risques par les acteurs du marché 45
h) Le traitement comptable et les règles d'information sur les véhicules hors bilan 46
i) La valorisation des actifs illiquides 46
j) La transparence des mécanismes de titrisation et des marchés 47
k) La qualité du processus de notation 47
l) Des échelles de notation différenciées et une information accrue sur les produits de crédit structurés 48
m) L'évaluation par les agences de notation de la qualité des données sur les actifs sous-jacents 48
n) L'utilisation des notations par les investisseurs et les régulateurs 49
o) L'amélioration des échanges d'information et de la coopération entre les autorités 49
p) Le renforcement des travaux des organismes internationaux sur les politiques publiques 49
q) Les opérations des banques centrales 50
r) Les accords sur le traitement des banques en difficulté 51
s) La coopération transfrontalière en matière de gestion de crise 51
t) L'augmentation du prix des matières premières 51

Partie C – Douze questions à propos de la crise financière 53
I. La méthode de mise en œuvre des recommandations de l'ECOFIN et du G-7 55
a) Les priorités et les responsabilités doivent être clairement définies 55
b) Un nouvel instrument est nécessaire 55
II. L'amélioration des normes de transparence 56
III. La procyclicité due à la combinaison des normes comptables et prudentielles 58
a) Les normes comptables et les règles prudentielles doivent être appréciées conjointement 59

b) La valorisation des actifs en marché illiquide 60
c) Les règles prudentielles et les normes comptables doivent être abordées de façon combinée 61
IV. La gouvernance des entreprises financières 63
V. Le rôle des agences de notation 64
VI. L'audit légal et les réviseurs statutaires 66
VII. Les rémunérations dans l'industrie financière 67
VIII. La protection des petits investisseurs et emprunteurs 68
IX. L'organisation des marchés 69
a) Le « renchérissement » des prix des matières premières 69
b) Les conditions de contrôle de certaines entités non régulées 71
c) Les conditions de fonctionnement des marchés de gré à gré (OTC) 72
d) Les ventes à découvert 72
e) Les fonds de pension individuels à l'échelle européenne 73
X. L'architecture institutionnelle : les questions liées à la cohérence de la régulation et de la supervision des marchés mondiaux 73
a) L'amélioration de l'architecture européenne 73
b) Le renforcement du dialogue transatlantique et le développement de la concertation internationale 74
c) La création d'une structure internationale d'enquêtes contre les abus de marché et la fraude financière (« Interpol financier ») 75
XI. Les questions relatives à l'efficacité et à l'efficience de la « surveillance » 75
a) « Régulation » versus « Surveillance » 76
b) Le renforcement des systèmes d'alerte 77
c) Les plans de gestion de crise 77
XII. Solvabilité II 77

Partie D – Propositions pour l'Europe 79
I. Une Europe forte 82
a) Renforcer le rôle politique clé de l'ECOFIN 82
b) Concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy 84
c) Fixer des objectifs politiques clairs 85
II. Une Europe, acteur au niveau mondial 86
a) Accélérer le processus de décision sur les sujetsprioritaires 86
b) Mieux se préparer à gérer les crises futures au niveau mondial 89
c) Progresser vers la convergence mondiale des normes 91
d) Améliorer l'architecture globale de la régulation 92

Annexes 95
Annexe I – Lettre de mission du Président 97
Annexe II – Composition des groupes de travail 101
Annexe III – Personnalités Qualifiées 107
Annexe IV – Correspondants au sein du gouvernement français 111
Annexe V – Auditions et interviews 115
Annexe VI – Liste des propositions du FSF et des initiatives prises dans le cadre du plan d'action de l'ECOFIN et des recommandations du G-7 (Version anglaise) 123
Annexe VII – Conclusions du Conseil ECOFIN du 8 juillet 2008 (Extraits du communiqué de presse) 147
Annexe VIII – Communiqué de presse du Conseil des Ministres du 16 juillet 2008 155
Annexe IX - Glossaire 159

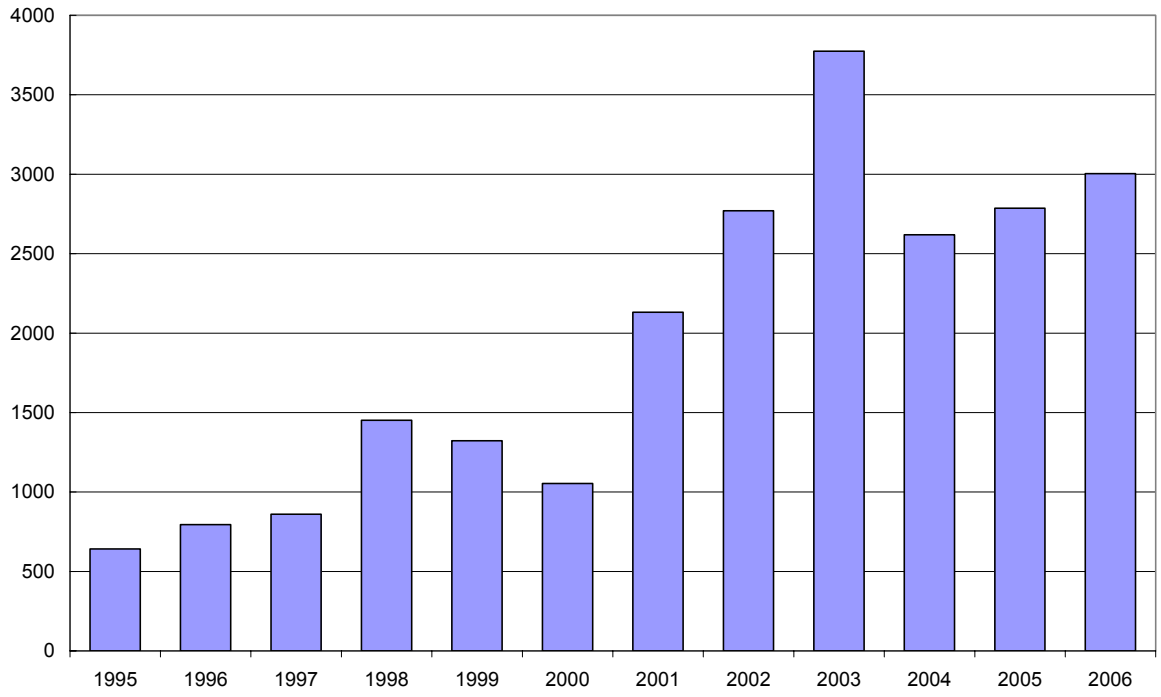
Partie A – Origines et causes de la crise financière

I. L'enchaînement des évènements qui ont amené la crise de 2007 est aujourd'hui connu

La crise trouve sa source au début des années 2002 - 2005 aux États-Unis lorsque, pour lutter contre la récession générée par l'éclatement de la crise internet, les taux d'intérêt américains ont été ramenés à des niveaux très bas, générant une abondance de liquidité et des primes de risque très faibles. Au même moment, l'administration américaine donne un nouvel élan à une politique déjà active favorisant l'accès à la propriété immobilière de tous les américains.

Accompagnant ce mouvement et profitant du retrait momentané des deux grandes agences fédérales Fannie Mae et Freddie Mac, en proie à des difficultés financières, les banques et les intermédiaires financiers se sont engagés dans une distribution agressive de prêts hypothécaires immobiliers à taux variable aux ménages américains, quel que soit leur niveau de revenus. Octroyés sur la valeur estimée des biens et non sur la capacité de remboursement, nombre de ménages sont ainsi devenus propriétaires sans en avoir les moyens.

Graphique 1 – Emissions annuelles de prêts hypothécaires aux ménages américains en milliards de dollars (Source : Inside Mortgage Finance)



La croissance des prêts immobiliers et la concurrence entre banques ont dopé le mécanisme de désintermédiation « *Originate to Distribute* » (OTD) auquel les banques recouraient déjà depuis de nombreuses années pour se départir de leurs risques et maintenir un haut niveau de rendement de leurs fonds propres. Les banques ont ainsi cédé des portefeuilles de créances à des investisseurs spécialisés qui les transformaient par des

techniques de titrisation en nouveaux produits structurés (*Residential Mortgage Backed Securities* – RMBS).

Ces instruments étaient ensuite achetés par de nombreux fonds d'investissement et notamment par des véhicules d'investissement structuré (SIV) et d'autres véhicules hors bilan créés par les banques et qui étaient financés par des prêts à court terme (*Asset Backed Commercial Paper* – ABCP).

L'utilisation de ces techniques de titrisation s'est d'autant plus développée que les institutions financières avaient recours à un levier d'endettement toujours plus grand pour le financer. Les banques d'investissement, non soumises aux mêmes exigences en capital que les banques commerciales, ont accru leur levier et conservé une grande part de ces actifs dans leur bilan.

Cependant, certaines institutions se sont également et délibérément engagées dans un exercice de pur arbitrage des règles prudentielles (par anticipation de Bâle II) et des normes comptables pour déconsolider massivement des actifs dont elles portaient les risques et économiser ainsi des fonds propres. C'est la raison pour laquelle les SIV et les conduits de titrisation ont été créés en tant que « véhicules hors bilan », dont les actifs n'étaient pas soumis aux règles prudentielles : ils pouvaient ainsi minimiser le niveau de fonds propres réglementaire requis. C'est également la raison pour laquelle le processus pouvait se répéter avec la création de *Collateralised Debt Obligations* (CDO) qui assemblaient à nouveau les RMBS, toujours dans un souci de diversification des risques.

Certains des prêts immobiliers qui étaient identifiés comme plus risqués que les autres (*subprimes*) se sont ainsi retrouvés associés à d'autres créances, dans des véhicules d'investissement essentiellement détenus par les professionnels, mais également indirectement par des particuliers au travers de FCP. S'est ainsi développé un modèle dans lequel les produits changent de forme en permanence et sont portés par des investisseurs de nature diverse (banques, investisseurs institutionnels, *hedge funds*, particuliers, etc.) soumis à des réglementations différentes.

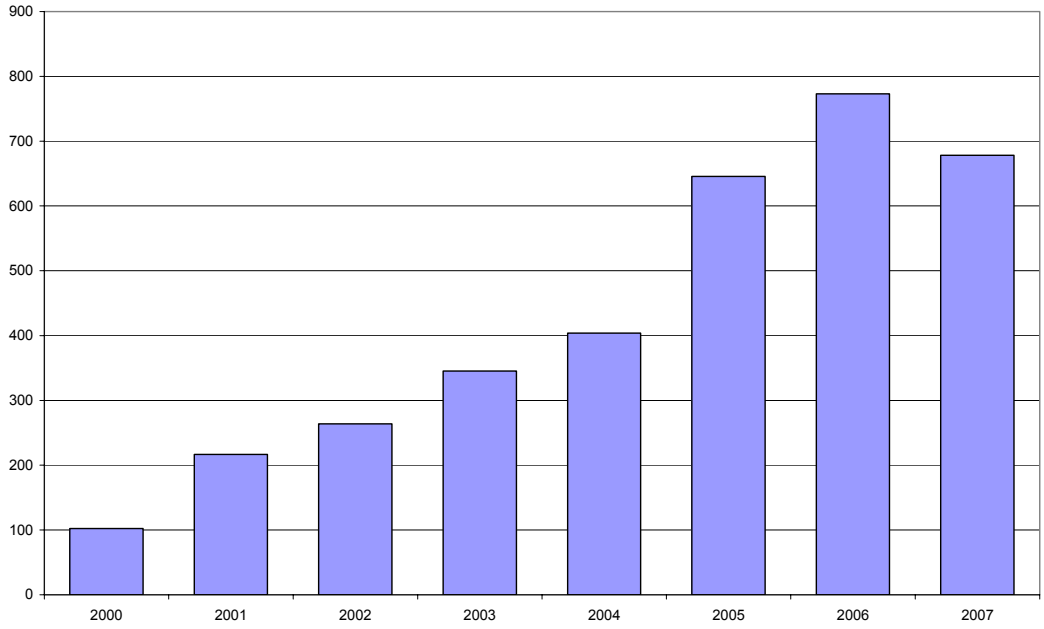
Le modèle « *Originate to Distribute* », grâce auquel les banques vendaient des titres à toute une palette d'investisseurs, et qui avait démontré son efficacité comme soutien de la croissance de l'économie, s'est ainsi emballé.

La croissance des prix de l'immobilier et l'afflux de liquidités sur le marché américain ont contribué au développement de cette ingénierie financière. La demande de produits structurés échangés sur les marchés de gré à gré (« *over the counter* » – OTC), en *cash* ou sous forme de produits dérivés, s'est ainsi considérablement accrue hors du contrôle des régulateurs.

Entre 2000 et 2007, porté par une hausse continue des prix de l'immobilier et un laxisme grandissant dans les conditions d'octroi des prêts, le marché des RMBS a connu un développement spectaculaire, passant de 640 à plus de 2 000 milliards de dollars. Sur ce total, la part des crédits *subprimes* est elle-même passée durant la même période de 8% à plus de 20%.

L'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis a déstabilisé l'ensemble du dispositif en ruinant la confiance des marchés et en provoquant une spirale d'ajustement à la baisse des actifs titrisés.

Graphique 2 – Emissions de MBS d'origine privée[1] aux Etats-Unis
en milliards de dollars (Source : SIFMA)



Lorsqu'à partir de fin 2005, la Réserve Fédérale commença à relever les taux d'intérêt, les ménages américains les plus fragiles ne furent plus en mesure d'assumer la charge de leur dette. Phénomène nouveau, un nombre croissant d'entre eux choisirent de se défaire de leur « toit » mais de conserver leurs automobiles et leurs cartes de crédit.

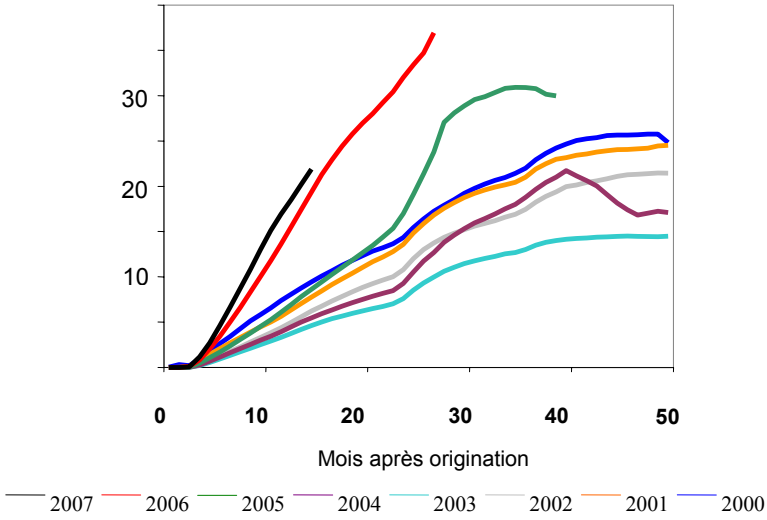
Le taux de défaut de paiement sur les prêts hypothécaires des ménages, qui atteignait à peine 4% en 2005 a alors considérablement augmenté pour atteindre 10% en septembre 2007 puis 20% à la fin de cette même année.

Les actifs détenus par les banques ayant le plus fort effet de levier (CDO) furent les premiers affectés, subissant des dégradations rapides de leur notation qui était jusqu'alors de première qualité, et entrainant de très lourdes pertes pour les banques.

Ces évènements ont ainsi brutalement mis à jour le niveau massif du levier d'endettement que permettait d'obtenir, à un niveau agrégé, le modèle « *Originate to Distribute* ».

[1] MBS émis par des institutions autres que Fannie Mae et Freddie Mac.

Graphique 3 – Taux de défaut des crédits subprimes par année (Source : Merrill Lynch)

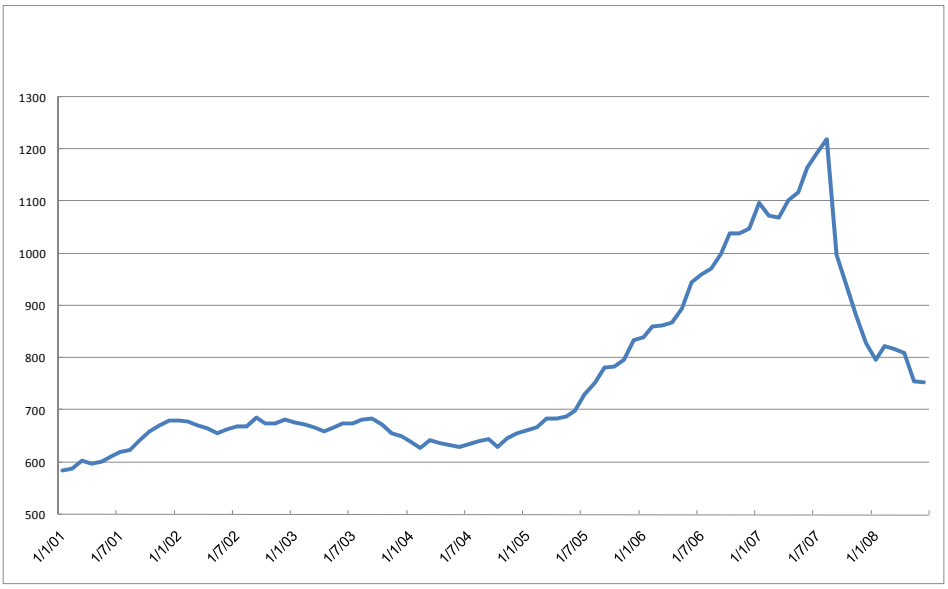


L'effondrement de la valeur des prêts *subprimes* et des titres adossés aux prêts hypothécaires a conduit à la disparition des marchés de ces produits, désormais désertés par les acheteurs et les vendeurs.

Cette situation a eu trois conséquences pour les banques :

- Confrontées aux réticences des investisseurs institutionnels de renouveler leurs achats d'ABCP qui finançaient à court terme les véhicules d'investissement hors bilan et à l'effondrement des encours sur ce marché, elles ont dû honorer leurs engagements en leur accordant des lignes de crédit en urgence ;
- Contraintes par des dispositions contractuelles mal spécifiées, par l'impact que pouvait avoir une vente brutale des titres par les véhicules sur la valorisation de leurs propres actifs ou par un risque de réputation sérieux, les banques ont rapatrié massivement dans leurs comptes les instruments de titrisation ;
- Cette situation d'illiquidité s'est propagée au marché interbancaire, à la faveur d'une méfiance grandissante entre contreparties, justifiant ainsi des interventions massives de la part des banques centrales pour apporter des financements à court terme au marché.

Graphique 4 – Encours des programmes d'ABCP en milliards de dollars
(Source : Datastream)



Les banques centrales et certaines autorités de marché avaient dès le début 2004, mais plus généralement depuis 2006, alerté sur les risques spécifiques que comportait le modèle OTD. Cependant, ces avertissements sont restés lettres mortes.

Les superviseurs, pourtant informés du développement des activités de hors bilan et de l'augmentation de l'effet de levier, n'ont pas jugé utile d'intervenir, à supposer qu'ils en aient eu les moyens légaux. Par ailleurs, les établissements financiers, tout autant que les investisseurs, n'ont pas pris ces avertissements au sérieux et ont continué de croire à la qualité des produits, à la croissance de leur valeur et à leur rendement, et ce d'autant que les agences de notation n'avaient pas pris la mesure des risques systémiques associés au retournement annoncé du marché immobilier américain.

Les pertes annoncées par les grandes banques internationales au titre de l'exercice 2007 (147 milliards d'euros) ont confirmé l'ampleur de leurs difficultés et nécessité l'intervention des banques centrales pour sauver celles dont la chute aurait eu des conséquences systémiques. D'autres banques ont dû faire appel à des investisseurs externes, y compris des fonds souverains, pour restaurer leur situation financière.

Même si les pertes pour l'exercice 2007 n'ont représenté qu'une part relativement limitée du total de leurs actifs, il n'en demeure pas moins que les banques ont vu leur fonds propres diminuer et n'ont pas tiré à ce jour l'ensemble des conséquences de la crise des *subprimes*.

Graphique 5 – Résultats financiers et dépréciations d'actifs des grandes banques mondiales et brokers-dealers pour l'année 2007 et le premier semestre 2008
(Sources : résultats publiés)

Pays	Banque	Publié le	Provisions / Pertes		Résultats	
			2007	S1 2008	2007	S1 2008
USA	Bank of America	21/07/2008	8,4 Md$	11,8 Md$	14,9 Md$	4,6 Md$
	Citi	18/07/2008	26,3 Md$	22,4 Md$	3,6 Md$	(7,6) Md$
	Goldman Sachs	17/06/2008	1,5 Md$		11,6 Md$	3,6 Md$
	JPMorgan	17/07/2008	6,9 Md$	6,2 Md$	15,4 Md$	4,4 Md$
	Lehman Brothers	16/06/2008	1,5 Md$	5,8 Md$	4,2 Md$	(2,3) Md$
	Merrill Lynch	17/07/2008	24,2 Md$	19,1 Md$	(7,8) Md$	(6,9) Md$
	Morgan Stanley	18/06/2008	10,6 Md$		2,6 Md$	2,6 Md$
	Wachovia	22/07/2008	2,3 Md$	14,5 Md$	6,3 Md$	(9,2) Md$
France	BNP Paribas	06/08/2008	1,9 Md€	5,2 Md€	7,8 Md€	3,5 Md€
	Crédit Agricole SA	28/08/2008	5,1 Md€	5,4 Md€	4,0 Md€	1,0 Md€
	Natixis	28/08/2008	1,2 Md€	2,1 Md€	1,1 Md€	(0,9) Md€
	Société Générale (1)	05/08/2008	8,6 Md€	3,8 Md€	0,9 Md€	1,7 Md€
Allemagne	Commerzbank	06/08/2008	1,4 Md€	1,9 Md€	1,9 Md€	1,1 Md€
	Deutsche Bank	31/07/2008	2,2 Md€	6,7 Md€	6,5 Md€	0,5 Md€
Belgique	Dexia	29/08/2008	0,6 Md€	5,9 Md€	2,5 Md€	0,8 Md€
	Fortis	04/08/2008	6,3 Md€	6,3 Md€	4,0 Md€	1,6 Md€
Pays-Bas	ING	13/08/2008	5,0 Md€	9,4 Md€	9,2 Md€	3,5 Md€
Royaume Uni	Barclays	07/08/2008	1,6 Md£	6,2 Md£	4,4 Md£	1,7 Md£
	HSBC	04/08/2008	19,5 Md$	19,3 Md$	19,1 Md$	7,7 Md$
	RBS	08/08/2008	3,8 Md£	6,6 Md£	7,3 Md£	(0,8) Md£
Suisse	Credit Suisse	24/07/2008	3,5 MdCHF	8,7 MdCHF	7,8 MdCHF	(0,9) MdCHF
	UBS	12/08/2008	23,1 MdCHF	27,4 MdCHF	(4,4) MdCHF	(11,9) MdCHF
	Total		**182,6 Md $**	**223,6 Md $**	**150,1 Md $**	**5,6 Md $**

(1) : dont 4,9 Md € de pertes en 2007 liées à la "fraude Kerviel"

II. Une question centrale adressée à la communauté internationale est celle des mouvements de liquidité

La crise actuelle met à jour le paradoxe dans lequel **des niveaux de liquidités globalement très élevés contrastent avec des situations d'illiquidité sur certains marchés financiers**. Ces situations d'illiquidité apparaissent lorsque les investisseurs se retirent du fait d'une crise de confiance sur des produits spécifiques comme les *subprimes* ou les « *auction rate securities* », pouvant conduire à des crises de solvabilité des acteurs, notamment des banques les plus fragiles.

Les principaux facteurs de la crise actuelle sont analogues à ceux des chocs financiers qui l'ont précédée : la combinaison d'une épargne surabondante (« *savings glut* » provenant pour partie des excédents dégagés par les économies asiatiques et les pays producteurs de pétrole) en quête de placement et d'une croissance de la liquidité nettement plus importante que celle de l'économie réelle, qui se traduit par des taux d'intérêt d'autant

plus bas que la politique monétaire est accommodante. Dans un tel environnement, les investisseurs recherchent des actifs offrant une rentabilité supérieure et acquièrent des produits plus risqués.

Le retournement du marché immobilier américain a fait apparaître une compréhension insuffisante de la nature et du degré de risque des investissements réalisés.

Les produits adossés aux prêts hypothécaires avaient pour but de compenser les défaillances de certains emprunteurs par un bon service de leurs dettes par les autres, ce qui correspond à une situation normale du marché du crédit. Mais la proportion de ces créances de faible qualité dans les portefeuilles, l'insuffisance de vigilance à l'égard des éléments d'information sur la qualité des crédits et la situation des débiteurs, de la part de l'ensemble des acteurs de la chaîne (banques prêteuses et émettrices, agences de notation, investisseurs, etc.) ont conduit à une série de problèmes dans le processus de conception et distribution des *subprimes*.

Plus important, en net contraste avec l'hypothèse qu'ils sont diversifiés, les risques des emprunteurs individuels sont devenus hautement corrélés quand la bulle du marché immobilier américain s'est retournée en chute des prix. Ainsi, la crise immobilière, et les défaillances devenues plus systématiques, ont révélé ces failles dans le financement du marché immobilier. L'effet de diversification escompté s'est retourné en une concentration des risques dans les produits dérivés adossés aux prêts hypothécaires.

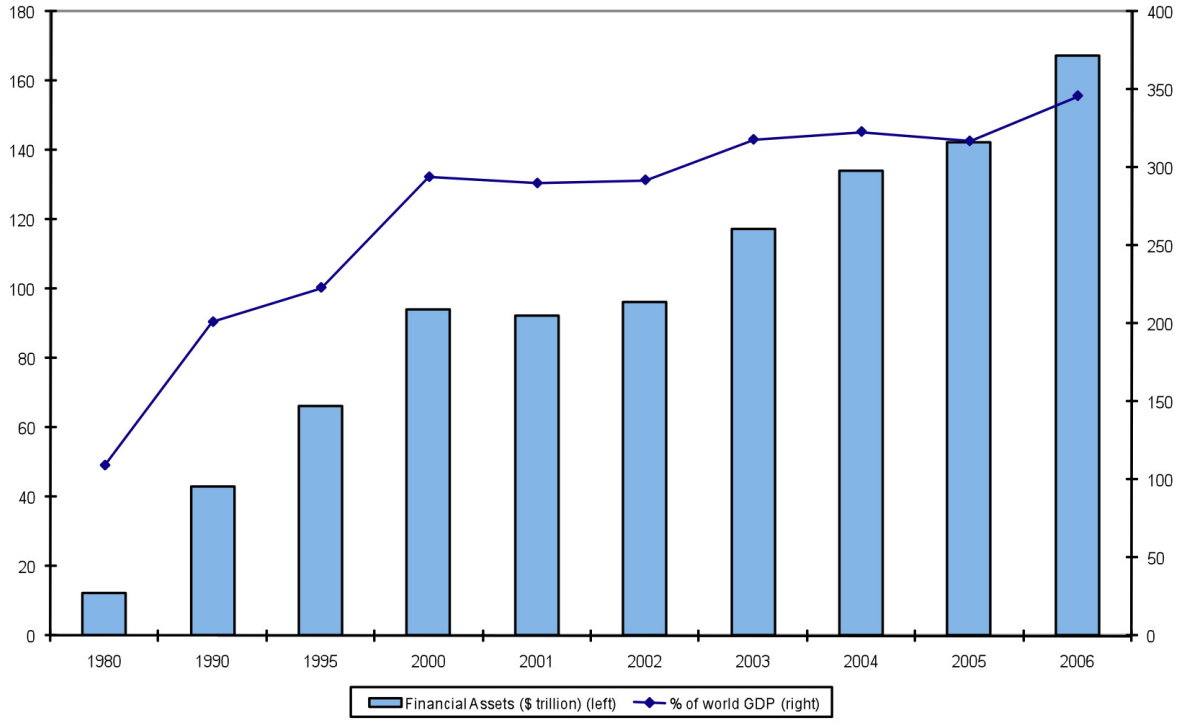
Dans le même temps, alors même que les banques augmentaient l'effet de levier tant sur les actifs figurant à leur bilan que pour ceux qu'elles logeaient dans les véhicules hors bilan qu'elles concevaient, elles faisaient porter à ces derniers un important risque de transformation. Le retournement de conjoncture les exposait directement à des risques de liquidité en cas de retournement du marché.

Cette situation a rendu les établissements financiers extrêmement dépendants du marché interbancaire qui est la principale source de financement à court terme. Le piège s'est refermé avec l'assèchement des prêts entre banques et du financement à moyen terme par les fonds monétaires de banques qui étaient toutes devenues emprunteuses, en raison de leurs différentes expositions. Seules des injections massives de liquidité des banques centrales ont permis d'éviter un effondrement en masse des plus grands établissements financiers de la planète.

Ainsi, dans un contexte de désintermédiation bancaire qui a permis le financement du marché immobilier par des produits non régulés, la perte de confiance en ces produits, qui prenaient insuffisamment en compte les réalités micro - (la situation des débiteurs) et macro - économiques (la situation du marché immobilier) a mené à une crise financière majeure, qui s'est traduite de façon imprévue par une illiquidité ponctuelle, mais progressivement généralisée, sur les marchés interbancaires.

Cette crise a surpris tous les acteurs par son ampleur et sa propagation rapide qui étaient largement dues au niveau de transformation massif des véhicules de titrisation et, plus fondamentalement, aux effets de la globalisation des marchés extrêmement sensibles à la confiance.

Graphique 6 –Croissance des actifs financiers au niveau mondial
(Source : Mac Kinsey Global Institute)



Les enseignements suivants peuvent être tirés de cette analyse :

Pour les régulateurs et les superviseurs, d'un point de vue global :

- La nécessité de **mieux connaître le déplacement des liquidités dans le système financier global**, les lieux où celles-ci s'investissent et l'identification, dès que possible, des risques susceptibles d'entraîner des bulles spéculatives ;
- La nécessité de **restaurer la confiance sur les marchés où sur certains produits devenus illiquides** afin de pouvoir à nouveau attirer des capitaux et de ne pas freiner la distribution de crédit vers l'économie réelle ;
- La nécessité de **veiller constamment à l'arbitrage réglementaire**. Alors que les autorités réglementent et surveillent certains paramètres – par exemple les bilans des établissements financiers et les ratios fonds propres/actifs – les difficultés à venir s'amoncellent ailleurs – par exemple sur le hors bilan. D'excellentes régulations, adoptées pour répondre à une crise, peuvent ainsi devenir indirectement le canal de la crise suivante. Alors qu'elle est neutre face aux cycles des affaires, la réglementation est en fait procyclique.
- La nécessité de **faire évoluer les mécanismes d'intéressement dans les établissements financiers ayant des risques systémiques importants**. Lorsqu'ils sont « *too big to fail* », ces établissements sont incités à maximiser les risques qu'ils

prennent. Ce point est encore plus important lorsqu'ils prennent tous les mêmes risques parce qu'ils savent alors qu'en cas de difficultés, ils seront tous menacés en même temps et donc que les banques centrales n'auront d'autre choix que d'intervenir.

Pour les acteurs du marché, en particulier les établissements financiers :

- La nécessité de se rappeler que **les crises se mettent en place dans les périodes favorables, lorsque la croissance est rapide**. Une abondance de liquidité, des taux d'intérêt bas et des profits financiers élevés sont souvent les meilleurs signaux annonciateurs d'une crise ;
- La nécessité d'une grande vigilance de la part des investisseurs à l'égard des produits ou instruments financiers dont les caractéristiques peuvent générer une perte de confiance et une illiquidité sur certains segments de marché, voire mettre en cause la solvabilité des banques les plus exposées et de façon plus générale, menacer la distribution du crédit dans l'économie ;
- La nécessité de mieux comprendre tant les risques individuels (emprunteurs, établissements financiers) que les risques systémiques de nature macroéconomique. Les établissements financiers comme les agences de notation sont naturellement amenés à raisonner à un niveau individuel, ignorant ou négligeant de fait les événements globaux.

III. La crise a révélé des dysfonctionnements importants souvent liés à la complexité et l'opacité croissante des instruments financiers

S'agissant en premier lieu des **produits financiers structurés**, leur complexité et leur développement dans l'ambigüité juridique et parfois l'opacité de l'information financière, ont créé des incertitudes sur leur valorisation et ont rendu aléatoire la juste prise en compte des risques sous-jacents. Ceci est largement la conséquence d'arbitrages réglementaires.

S'agissant des **banques**, la gestion active de leur bilan a par nature des effets procycliques qu'il convient d'anticiper. Le modèle *Originate to Distribute* qui conserve toute sa pertinence, car il constitue une source indispensable de diversification du risque et de financement pour de nombreuses banques, a ainsi constitué un des principaux vecteurs de la diffusion de la crise des *subprimes*. Les fonds communs de placement et les petites banques se sont largement reposés sur les agences de notation pour l'évaluation des risques des actifs sous-jacents, sans effectuer les *due diligences* nécessaires. Leur contrôle interne, comme leur gestion des risques, ne se sont pas adaptés au développement de l'innovation financière, et leurs organes de gouvernance (dirigeants, conseil d'administration, comité d'audit), qui ne disposaient souvent que d'une information partielle, n'étaient eux-mêmes pas en mesure de prendre les décisions adaptées. Enfin, les modes de rémunération des opérateurs de marché ont contribué à la recherche du profit à court terme sans tenir suffisamment compte des risques attachés et surtout des évolutions à long terme des produits qu'ils concevaient, vendaient ou arbitraient.

S'agissant des **investisseurs**, en particulier les fonds de pension ou les collectivités locales, plus habitués à des investissements en obligations d'Etat ou en actions et qui découvraient pour beaucoup les instruments de crédit, une dépendance quasi-exclusive

aux opinions des agences de notation pour leurs décisions d'investissement a révélé leur implication insuffisante dans l'analyse de leurs actifs.

S'agissant des **agences de notation**, l'augmentation systématique des défauts de paiement survenus sur le marché des *subprimes* a été insuffisamment prise en compte ou anticipé dans leurs modèles. Les données utilisées ne prenaient pas en compte les récentes conditions de marché et les informations fournies aux investisseurs n'étaient ni complètes, ni appropriées. Pour ces produits qu'ils aidaient à structurer et notaient, les modes de rémunération qui reposent très largement sur les volumes d'émission des transactions de produits structurés, pouvaient créer des situations de conflit d'intérêts.

Par ailleurs, **l'absence de réelle supervision prudentielle** de certains marchés (« *over the counter* » - OTC) ou d'instruments, n'a pas permis d'anticiper le développement de la crise tant l'opacité était grande. De même, la non supervision de fait aux États-Unis de certaines activités des banques d'investissement, des *brokers-dealers* et des distributeurs de prêts hypothécaires, a permis à ceux-ci de croître de manière très importante en mettant en péril l'ensemble de l'industrie financière. Enfin, même si elles présentent un réel progrès par rapport aux règles prudentielles antérieures, les normes de Bâle II révèlent dès à présent des insuffisances.

Les **conséquences de la mise en œuvre des normes IFRS** qui ont radicalement modifié l'information donnée au marché, n'ont pas été suffisamment anticipées. Par ailleurs, les divergences existantes entre les normes internationales (IFRS) et américaines (US GAAP), en particulier sur la consolidation des véhicules hors bilan, où les normes américaines sont moins strictes, et sur les actifs faisant l'objet d'une évaluation à la « juste valeur », se sont révélées préjudiciables à l'information du marché et à la comparabilité des états financiers. De même, les différences constatées dans la mise en œuvre des normes IFRS ont constitué une autre source d'insécurité.

Enfin, la **transparence et la pertinence** des informations fournies au marché ont été inadaptées, tant de la part des banques que des agences de notation.

IV. Tous les effets de la crise ne sont pas encore connus, alors même que les incertitudes demeurent

En raison de la crise des *subprimes*, les banques ont dû procéder à un ajustement massif de leurs bilans depuis l'été 2007 et enregistrer des pertes significatives. Toutefois, il est vraisemblable, compte tenu de la conjoncture, de l'état des marchés, de leur propre stratégie et des titres existant à leur bilan, que les institutions financières n'ont pas encore totalement intégré l'ensemble des pertes potentielles liées aux *subprimes*. Certains organismes internationaux estiment ces pertes dans une fourchette allant respectivement de 250 Mds€ (pour l'OCDE) à 610 Mds€ ou 950 Mds$ (pour le FMI).

Des tensions persistent sur le marché monétaire et en particulier sur le marché interbancaire : c'est ainsi par exemple que le *spread* entre le taux des prêts interbancaires à trois mois aux Etats-Unis et celui des *Treasury Bills*, qui était de l'ordre de 0,40% avant la crise, a atteint 2,25% en décembre 2007, et s'est presque constamment maintenu au-

dessus de 1% depuis. Avec une ampleur moins forte, le *spread* sur le marché interbancaire européen a connu une évolution similaire.

Il apparaît primordial que tous les acteurs publient honnêtement leurs expositions, dépréciations et pertes pour restaurer la confiance.

Une des caractéristiques de toute crise financière est qu'il faut du temps pour avoir une idée précise du montant total des pertes. En effet, l'existence même de pertes importantes entraîne inévitablement, par effet mécanique, l'apparition d'autres pertes ailleurs en raison de changements dans l'environnement économique et dans le comportement des différents acteurs. Ce mécanisme n'est pas encore arrivé à sa fin.

Par ailleurs, des incertitudes importantes demeurent sur la situation de nombreuses institutions financières et la défaillance d'un ou plusieurs de ces acteurs peut arriver à tout moment, par exemple en raison des taux de défaut sur les cartes de crédit qui sont en forte augmentation. Ces incertitudes sont notamment très prégnantes concernant les rehausseurs de crédit (« *monolines* ») et les opérations qu'ils ont garanties mais également pour Fannie Mae et Freddie Mac, les deux agences américaines qui garantissent plus de 5 000 Mds$ de crédits (ce, malgré leur absence temporaire due à leurs difficultés financières).

La discipline de marché est évidemment également cruciale dans des domaines non régulés à cause des incertitudes sur les effets qui peuvent être associés, par exemple, aux CLO (*Collateral Loan Obligations*) finançant les gros LBO, au capital-investissement en général, et aux *hedge funds*.

Les compagnies d'assurance n'ont pas encore toutes publié leurs expositions aux produits structurés complexes mais la poursuite de la crise est susceptible d'affecter un certain nombre d'entre elles.

Parallèlement, la volatilité des prix des matières premières (+45% sur un an[2] pour l'indice S&P GSCI, +15% depuis le 1er janvier 2008) représente une incertitude supplémentaire avec des effets extrêmement négatifs pour les consommateurs, et ceci dans toutes les régions du monde. Il est maintenant difficile de dissocier les deux crises et nous ne pouvons plus écarter la possibilité d'une bulle spéculative sur ce marché. La présence d'investisseurs financiers non spécialisés intervenant massivement ne peut qu'aggraver la situation en créant une volatilité excessive sur ces marchés. Il est légitime de s'interroger pour les marchés de matières premières, sur la possibilité d'autoriser ou sur la nécessité de limiter des investissements aussi importants et déconnectés des fondamentaux de ces marchés.

Dans ce climat de tension économique et financière, bien qu'elles n'aient pas connu de « jeudi noir » et aient continué à fonctionner normalement, les bourses mondiales ont décroché (-13% depuis le 1er janvier 2008 pour l'indice SP 500 américain, -14% pour le FTSE 100 britannique, -21% pour le DAX allemand, -21% pour le CAC 40 français), et avec

[2] Date de référence (ainsi que pour les données sur les cours de bourse) : 31 août 2008.

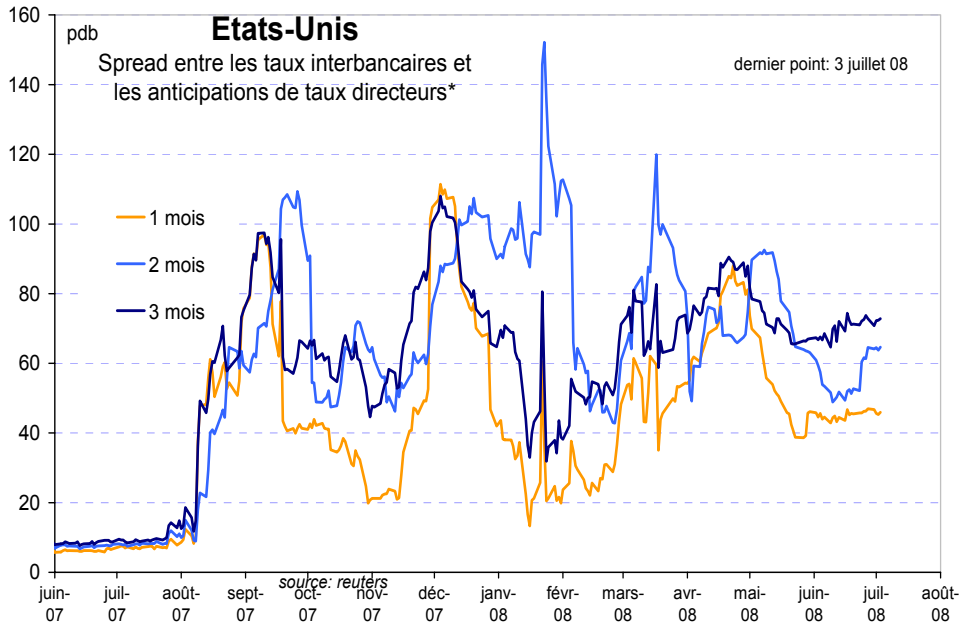
elles les *price earning ratios en* anticipant les résultats semestriels et la croissance de l'inflation.

Enfin, les primes de risque pour les émetteurs *investment grade* se sont tendues sur la période récente, attestant du resserrement des conditions de crédit des banques, confrontées tant à la dégradation de l'environnement économique qu'aux tensions sur leurs propres bilans.

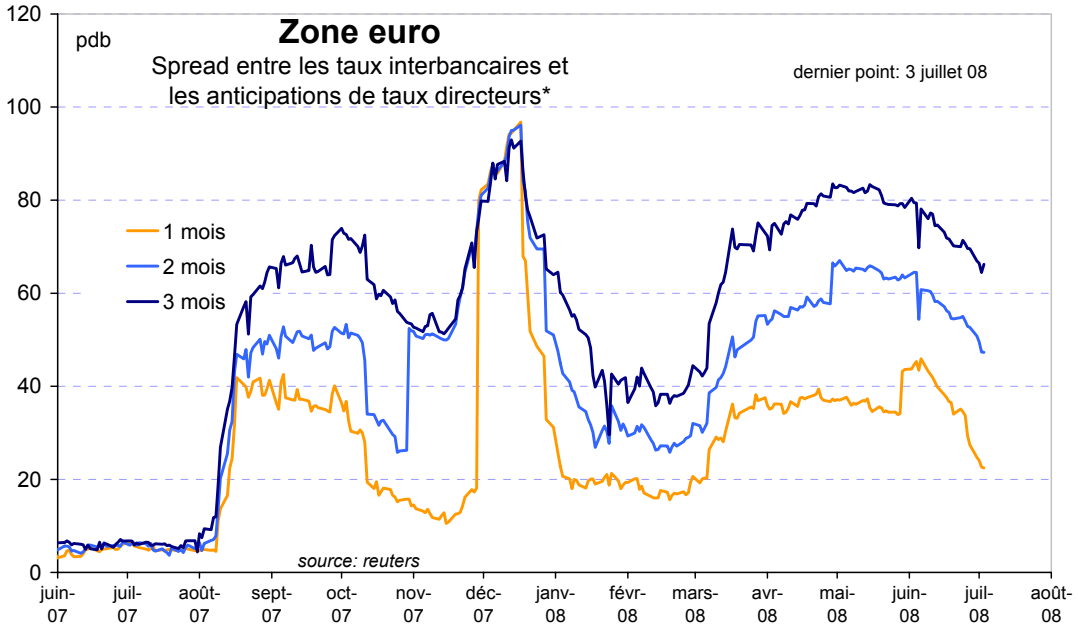
Dans ce contexte de cycle de crises s'installant, considérer comme le FMI, que le risque de pertes cumulées peut atteindre dans une approche de « *stress-test* » 950 milliards de dollars, n'est pas irréaliste. On ne peut plus concevoir à ce stade que l'économie réelle ne soit pas touchée par la crise financière.

Même si les effets de la crise ne sont pas encore complètement connus, les incertitudes continuant à s'étendre, il est déjà possible d'identifier les ingrédients clés qui sont les causes principales de cette crise : une liquidité excessive, une large dérégulation dans certains domaines, des retours sur fonds propres dans le secteur financier sans lien avec les rendements de l'économie réelle et des lacunes dans la gestion des risques au sein des banques.

Graphique 7 – Spreads sur les marchés interbancaires américain et européen
(Source : Datastream)

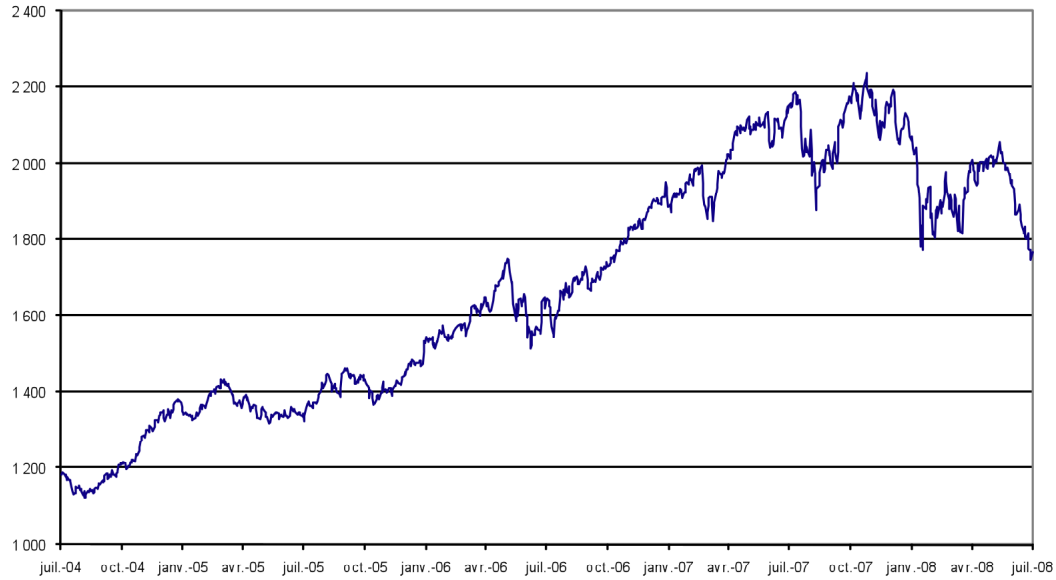


*différence entre le taux interbancaire et les Overnight Index Swap (OIS) de même maturité.

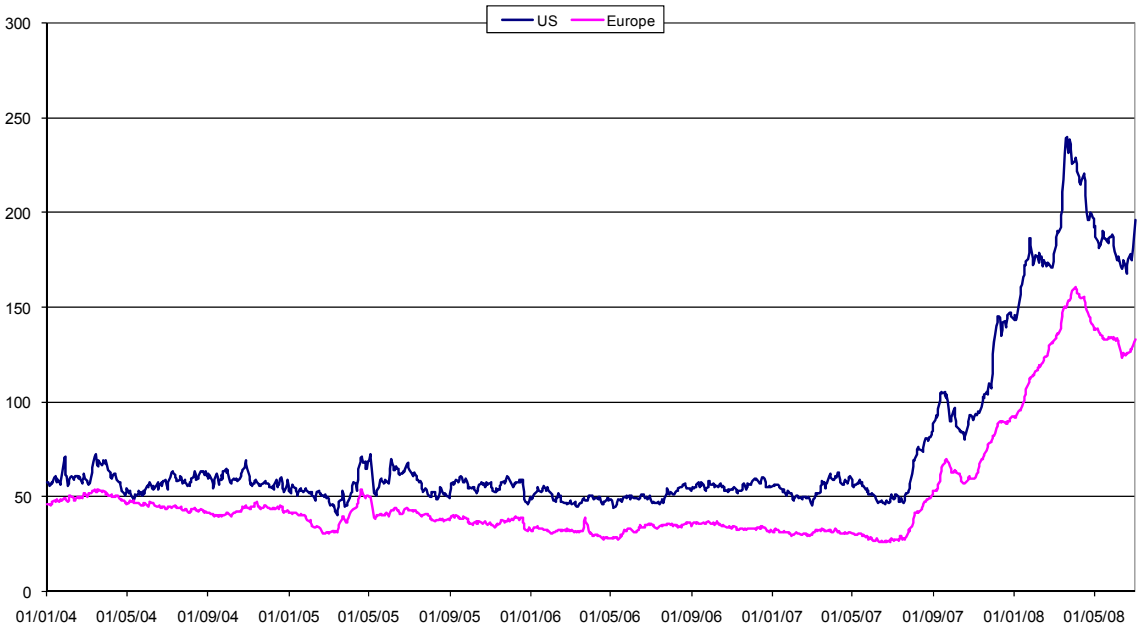


*différence entre le taux interbancaire et les Overnight Index Swap (OIS) de même maturité.

Graphique 8 – Evolution de l'indice MSCI Europe
(Source : Datastream)



Graphique 9 – Evolution des spreads de crédit
pour les émissions investment grade aux Etats-Unis et en Europe (Source : Datastream)


US
Europe
300
250
200
150
100
50
0
01/01/04
01/05/04
01/09/04
01/01/05
01/05/05
01/09/05
01/01/06
01/05/06
01/09/06
01/01/07
01/05/07
01/09/07
01/01/08
01/05/08

Partie B – Initiatives en cours et propositions pour répondre à la crise financière

I. De nombreuses institutions, tant publiques que privées, ont formulé des propositions sur le sujet

Depuis l'automne 2007, de très nombreuses instances ont formulé des propositions sur le sujet[3].

Les travaux couvrant le spectre le plus large émanent au niveau international du *Financial Stability Forum* (FSF), mandaté à cette fin par les ministres des finances du G-7 et les gouverneurs des banques centrales, et dont les conclusions ont été approuvées en avril 2008. Un rapport complet incluant des priorités immédiates a été présenté lors de la réunion du G-8 d'Osaka en juin. Ces mesures prioritaires, dont plusieurs devaient être mises en œuvre sous cent jours, préconisent une transparence accrue sur les risques et les véhicules hors bilan, les techniques de valorisation comptable, l'amélioration de la supervision bancaire et de la gestion du risque de liquidité sous Bâle II et l'élaboration d'un code de conduite des agences de notation. Lors de sa réunion de juillet 2008, le G-8 a souligné l'importance de la mise en œuvre des recommandations du rapport du FSF et a enjoint les acteurs du secteur privé, les autorités nationales de supervision ainsi que les organismes internationaux, à faire diligence en la matière.

Au niveau européen, la feuille de route du conseil ECOFIN, actualisée en mai 2008, comporte un ensemble de propositions visant à renforcer le processus Lamfalussy en matière de supervision financière, à améliorer les accords de stabilité financière, à développer, les règles prudentielles et de gestion des risques applicables au secteur financier et optimiser le fonctionnement des marchés ainsi que celui des agences de notation. Cette feuille de route comporte un calendrier d'actions pour les principales mesures.

Tant au plan international qu'au plan européen, d'autres organismes publics ont apporté leurs contributions et fait part de leurs recommandations :

- Le Comité de Bâle sur le Contrôle des Banques - BCBS (risques de liquidité, valorisation des actifs financiers),
- *Le Committee on the Global Financial System* (notation des opérations structurées, instruments d'intervention des banques centrales),
- *Le Senior Supervisors Group* (gestion des risques, pratiques de transparence),
- *Le Joint Forum* (risques de transferts financiers),
- *Le Global Financial Stability Report* du FMI (rôle des agences de notation et valorisation des actifs illiquides),
- L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs - IOSCO (révision du code de conduite des agences de notation et recommandations face à la crise des *subprimes*),

[3] *Cf.* Annexe VI pour une liste détaillée des propositions formulées par le FSF, des actions décidées dans le cadre de la feuille de route de l'ECOFIN et des recommandations du G-7.

- Le Groupe de Travail du Président des Etats-Unis d'Amérique sur les Marchés Financiers - *PWGFM* (renforcement de la discipline de marché, réforme des agences de notation, infrastructures de marché),
- La Commission européenne (directive CRD sur les fonds propres bancaires, négociation Solvabilité II pour les assurances),
- Le Parlement européen (hedge funds, fonds de capital risque) et les comités européens de « niveau 3 » [4](coopération des superviseurs, valorisation des actifs, rehausseurs de crédit, etc.).

L'International Accounting Standards Board (IASB) a publié en mars 2008 un document de consultation intitulé « *Réduire la complexité de l'information sur les instruments financiers* ». Par ailleurs, à la demande du G-8, la création d'un groupe consultatif d'experts a été décidée en juin, dont la tâche est d'identifier les questions relatives à la valorisation et à la diffusion de l'information sur les actifs dans des marchés illiquides ou fortement volatils.

Les travaux privés les plus notables émanent de l'*Institute of International Finance* (IIF), de l'*International Banking Federation* (IBF) et du *Counterparty Risk Management Policy Group III* (CRMPG III) sur la gestion des risques par les établissements financiers, les incitations financières et les politiques de rémunération, la transparence de l'information et la valorisation des actifs financiers.

II. Un état des lieux de la mise en œuvre des principales recommandations

Le FSF ayant été à l'origine de l'ensemble le plus complet de propositions formulées jusqu'à aujourd'hui, ce rapport présente une revue et une actualisation des principales initiatives pour mettre en œuvre les recommandations formulées par les diverses institutions présentées *supra* dans l'ordre où elles ont été exposées dans le document du FSF *(Cf. la liste exhaustive de ces recommandations en Annexe VI).*

Cet état des lieux a été établi à partir des principaux rapports, lignes d'actions, codes de bonne conduite et recommandations, rendus publics depuis le début de la crise par les organismes internationaux publics ainsi que par des entités privées ou des organisations professionnelles de l'industrie financière. Il s'appuie également sur les rapports et les déclarations du Président du FSF qui fournissent des points d'étape réguliers sur la mise en œuvre des recommandations du FSF. La date limite de prise en compte des propositions est le 31 juillet 2008.

a) Les exigences en capital des banques

Le Comité de Bâle (BCBS) a débuté des travaux sur le renforcement des contraintes réglementaires en capital et les règles de contrôle au titre du 2ème Pilier. Le 16 avril 2008, le

[4] Créés dans le cadre du processus Lamfalussy, ces comités regroupent les superviseurs des banques (*CEBS*), des assurances et fonds de pension (*CEIOPS*) et des marchés de titres (*CESR*). Ils participent à la convergence des pratiques de supervision et d'amélioration de la coopération transfrontalière pour la surveillance des groupes paneuropéens.

BCBS a annoncé qu'il augmenterait les exigences de capital pour les produits de crédit structuré complexes, qu'il durcirait le traitement en capital des lignes de liquidité mises en place pour les véhicules hors bilan et qu'il introduirait, de concert avec l'IOSCO, de nouvelles règles concernant la détention d'actifs de crédit sur les portefeuilles de *trading* des banques et des maisons de titres. Des propositions opérationnelles seront soumises à consultation d'ici à la fin de l'année.

S'agissant des rehausseurs de crédits, les autorités américaines ont initié des travaux visant à définir les contraintes à imposer aux contrôleurs d'assurances des états pour renforcer le cadre réglementaire et les exigences de capital pour ces institutions.

Au plan européen, la Commission en coordination avec le CEBS mène actuellement une revue de plusieurs points de la directive CRD sur les fonds propres réglementaires des banques (risque de concentration, crédits intra-groupe, cadre réglementaire pour les engagements de liquidité des banques au profit des conduits ABCP et des véhicules spécialisés – SPV) et formulera des propositions en septembre 2008. Sont également attendues d'ici la fin de l'année, des recommandations relatives à l'identification et à la suppression des possibilités d'arbitrage réglementaire (comme par exemple les engagements pris au titre du portefeuille de *trading* des banques).

b) La gestion de la liquidité

Le BCBS a rendu public le 17 juin 2008 un projet de rapport pour consultation intitulé « *Principes de saine gestion et de contrôle du risque de liquidité* » qui souligne l'importance de mettre en place un cadre de gestion rigoureuse du risque de liquidité qui soit bien intégré au processus de gestion des risques au niveau des banques.

L'objectif premier de cet ensemble de recommandations est d'accroître la résistance des banques à des situations de tension sur la liquidité, y compris la prise en compte des engagements hors bilan, des activités de titrisation et des autres risques contingents de liquidité. Les banques devront détenir un coussin suffisant d'actifs liquides de grande qualité. Ces principes sont également destinés à renforcer le rôle des superviseurs, afin notamment d'améliorer la communication avec les autres superviseurs et autorités publiques, tant dans un cadre national qu'au niveau transfrontalier. Les ministres des finances du G-8, lors de leur réunion d'Osaka, ont salué la publication de ce rapport.

Au niveau européen, la BCE, en coopération avec le Comité de Supervision Bancaire (BSC) du Système Européen des Banques Centrales (ESCB), travaille actuellement sur l'amélioration de l'appréciation et de la gestion du risque de liquidité des banques en élaborant un accord sur des règles rigoureuses pour que les banques résistent à des conditions de tension sur les marchés. La Commission devrait proposer une directive sur ce sujet en septembre 2008.

c) Le contrôle de la gestion des risques par les banques

Le Comité de Bâle élabore actuellement des règles relatives aux enquêtes de contrôle sous Bâle II visant à renforcer la surveillance de la gestion par les banques de leurs risques

au niveau de l'entreprise et de leurs pratiques en matière de scenarii de crise, ainsi que pour exiger d'elles de gérer leurs engagements hors bilan dans des conditions appropriées et de les rendre publics. Les superviseurs nationaux utiliseront la flexibilité offerte par Bâle II pour s'assurer que la gestion des risques, les réserves en capital et les estimations de pertes potentielles sur les crédits prennent suffisamment en compte une dimension prospective ainsi que les incertitudes inhérentes aux modèles, aux valorisations, aux risques de concentration et à leurs variations attendues au cours du cycle de crédit.

Des initiatives similaires ont été prises par les régulateurs bancaires américains et par la SEC à la suite de la publication, en mars 2008, du rapport du PWGFM.

Enfin, dans le secteur privé, l'IIF a développé dans son récent rapport de juillet 2008 un ensemble de propositions détaillées et de recommandations claires à ses membres concernant la compréhension de la gouvernance et des risques, le goût du risque, le rôle des responsables de gestion des risques au sein des banques, les modèles d'appréciation des risques. La nécessité d'une gestion intégrée des risques, de la titrisation, des produits structurés complexes et des scénarii de crise a également été soulignée.

d) Les règles à respecter par les investisseurs institutionnels lors de l'acquisition de produits structurés

L'IOSCO a annoncé le 28 mai dernier que son comité permanent sur la gestion des investissements reverra les modalités de *due diligences* normalement menées par les gérants qui proposent à des investisseurs individuels des programmes de placement collectif comprenant des produits structurés. Les travaux sur le sujet sont en cours.

Au niveau européen, le CESR, le CEIOPS et la Commission ont actuellement des discussions sur l'adéquation des règles de gestion des risques des investisseurs non-bancaires, notamment en matière d'actifs illiquides. Des propositions sont attendues pour l'automne.

e) Les politiques de rémunération dans l'industrie financière

L'importance d'une mise en cohérence de la structure incitative des politiques de rémunération avec les intérêts à long terme de l'industrie financière a été soulignée à la fois par le PWGFM et par l'ECOFIN.

Les propositions les plus intéressantes à ce stade ont été formulées par l'IIF, qui a mis en exergue différentes approches par lesquelles les institutions financières pourraient redonner une cohérence à ces rémunérations incitatives à l'avenir. Au niveau européen, le BSC travaille actuellement sur les mécanismes de rémunération dans le cadre du modèle *Originate to Distribute* (OTD). Des propositions sont attendues du *Financial Stability Table* pour septembre.

f) Les infrastructures opérationnelles pour les dérivés « over the counter » (OTC)

La Réserve Fédérale de New York a tenu une réunion le 9 juin 2008 avec le groupe des *primary dealers* sur les dérivés de crédit OTC et leurs superviseurs directs afin d'apprécier leur stratégie pour traiter les faiblesses des infrastructures du marché des dérivés OTC.

Un accord a pu être trouvé sur le programme de travail suivant, pour améliorer les infrastructures des marchés OTC des dérivés de crédit :

- Renforcement de la standardisation et de l'automatisation des transactions sur dérivés de crédit ;
- Développement d'un système centralisé de contrepartie pour les contrats d'échange sur les défauts de crédit ;
- Incorporation aux contrats standards de dérivés de crédit d'un mécanisme de règlement basé sur un système d'enchères ;
- Réduction du volume actuel des transactions sur dérivés de crédit par la mise en place, à un niveau multilatéral, d'échéances sur les transactions ;
- Extension de l'amélioration de ces infrastructures aux dérivés OTC sur actions, sur taux d'intérêt, sur titres de change ou de matières premières, comme préconisé par la déclaration de programme du PWGFM. Les *primary dealers* communiqueront, cet été aux régulateurs, une lettre précisant leurs prochaines étapes d'action.

g) La transmission d'information sur les risques par les acteurs du marché

Sur ce sujet, considéré crucial par les Ministre des finances du G-7 en avril, le FSF a élaboré un cadre de transmission par les institutions financières d'informations quantitatives et qualitatives plus raisonnées et plus conformes sur l'exposition aux risques, les valorisations, les entités hors bilan et les politiques correspondantes.

Les superviseurs et les autorités nationales ont encouragé les banques à adopter des codes de pratiques sur la diffusion d'information sur les risques dans le cadre de leurs rapports de mi-année 2008[5]. En parallèle, le BCBS élabore actuellement des directives, qui seront soumises à consultation d'ici la fin de l'année, sur le renforcement des obligations d'information au titre du 3ème Pilier de Bâle II en ce qui concerne les engagements sur opérations de titrisation, la parrainage des véhicules hors bilan, les engagements de liquidité au profit de conduits d'ABCP et les valorisations.

Au niveau européen, et conformément à la feuille de route de l'ECOFIN, le CEBS a rendu public le 18 juin 2008 les résultats d'une enquête sur la transparence des banques quant aux activités et instruments affectés par la crise, qui devraient être utilisés par les

[5] En France, la Commission bancaire et l'AMF ont mis au point un tel code pour les institutions financières qui ont été invitées à s'y conformer pour la transmission de leurs résultats financiers pour le 3ème trimestre 2008.

superviseurs nationaux en tant que guide de bonnes pratiques. Ce guide a été salué à l'occasion de la réunion de l'ECOFIN du 7 juillet dernier.

h) Le traitement comptable et les règles d'information sur les véhicules hors bilan

Suite à la recommandation du FSF, l'IASB travaille actuellement sur l'amélioration des règles de comptabilisation et de fourniture d'information sur les entités hors bilan. Il soumettra à consultation de nouvelles règles sur la consolidation des SPV et autres entités et l'information sur les risques associés d'ici à la fin de l'année.

Le FASB travaille également sur des modifications de ses normes de consolidation des véhicules hors bilan, qui devraient aboutir durant le troisième trimestre 2008. Dans ce cadre, le FASB a voté en avril 2008 des changements dans les règles relatives aux actifs hors bilan (et particulièrement l'élimination de l'entité qualifiée (*qualifying special purpose entity*), un concept utilisé pour garder hors bilan certains actifs comme des MBS et certains véhicules d'investissement) pour application en 2009. Mais il a récemment décidé de retarder ces changements comptables qui auraient forcé les banques et les sociétés financières à réintégrer dans leurs bilans des milliards de dollars d'actifs hors bilan. En pratique, les changements seront mis en œuvre pour l'exercice 2010.

i) La valorisation des actifs illiquides

L'IASB a mis en place un groupe consultatif d'experts pour l'assister dans sa revue des meilleures pratiques dans le domaine des techniques de valorisation et de formulation des règles de conduite complémentaires qui seraient nécessaires en matière de transmission d'informations lorsque les marchés se révèlent inactifs.

La première réunion de ce groupe consultatif s'est tenue le 13 juin dernier. L'objet de cette réunion était d'identifier les questions soulevées par la valorisation des instruments financiers quand les marchés ne sont plus actifs. Les aspects quantitatifs et les questions relatives à l'information donnée au marché seront discutés par un sous-groupe de ce comité d'experts (qui inclut les principales institutions financières et leurs auditeurs) qui se réunira en juillet et en août. Des réunions complémentaires sont prévues pour le mois de septembre 2008.

Le Comité de Bâle élabore également des directives pour renforcer l'adéquation de la supervision aux règles de valorisation des banques. Les principaux sujets de discussion et approches pour ces directives ont d'ores et déjà été identifiés et des rencontres sont programmées avec les institutions financières, leurs auditeurs et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières dans le cadre de ce processus. Le BCBS envisage de rendre public ces recommandations pour consultation d'ici la fin de 2008.

Au niveau européen et conformément à la feuille de route de l'ECOFIN, les comités de niveau 3 doivent cette année procéder à une revue de la mise en œuvre de règles de valorisation de qualité par les investisseurs bancaires et non bancaires.

Le CESR a publié le 16 juillet 2008 une déclaration sur « *la mesure de la juste valeur et la fourniture d'informations sur les instruments financiers dans des marchés illiquides* ». Cette déclaration traite des questions de valorisation des instruments dans des marchés illiquides et des principales règles en matière de fourniture d'information au marché. Elle vise à identifier les critères les plus pertinents que les émetteurs devraient appliquer uniformément pour apprécier si un marché est ou non actif. Elle formule également des propositions sur les diverses techniques de valorisation applicables lorsqu'un marché est inactif.

Par ailleurs, à la demande de l'ECOFIN, le CEBS a rendu public le 18 juin 2008 un rapport traitant des questions relatives à la valorisation des instruments financiers complexes et illiquides, à la transparence des règles et méthodes de valorisation ainsi qu'à l'incertitude et aux difficultés inhérentes au contrôle des estimations à la juste valeur.

j) La transparence des mécanismes de titrisation et des marchés

Des travaux importants sont actuellement menés au sein de la communauté financière, y compris par l'Association des Marchés Financiers et de l'Industrie des Valeurs Mobilières (SIFMA), le Forum Européen de la Titrisation (ESF) et le Forum Américain de la Titrisation (ASF) pour renforcer les obligations d'information et de transparence relatives aux produits structurés, tant lors de leur émission que sur la durée de vie de ces instruments.

Les régulateurs des marchés de valeurs mobilières, par l'intermédiaire de l'IOSCO, évalueront l'adéquation des améliorations préconisées. Enfin, le CESB a rendu public en juin 2008 les résultats d'une évaluation de la transparence des banques au regard des activités et des instruments affectés par les récents désordres du marché.

k) La qualité du processus de notation

Le FSF a recommandé que l'IOSCO renforce, d'ici la mi-2008, les sections concernées du code de conduite des agences de notation afin d'améliorer la qualité du processus de notation et traiter des situations de conflit d'intérêts lors de la notation des produits structurés.

L'IOSCO a publié ce code révisé le 28 mai 2008. Celui-ci définit des exigences renforcées en matière de pratiques et de procédures à mettre en place pour protéger la qualité et l'intégrité du processus de notation qui concernent l'indépendance des agences de notation, la prévention des conflits d'intérêts ainsi que les responsabilités des agences à l'égard des émetteurs et des investisseurs. L'IOSCO assurera le suivi de la mise en œuvre du code révisé par les agences de notation et fera part de ses conclusions plus tard dans l'année.

A la suite des recommandations du PWGFM, la SEC a rendu public, les 11 et 16 juin ainsi que le 8 juillet 2008 un ensemble de nouvelles règles relatives aux agences de notation qui rendent effectives les dispositions du nouveau code.

Au niveau européen, la réunion de l'ECOFIN du 7 juillet 2008 a approuvé l'objectif de mettre en place un réel dispositif de contrôle des agences de notation et le principe

envisagé par la Commission de soumettre les agences de notation à un système d'enregistrement européen.

l) Des échelles de notation différenciées et une information accrue sur les produits de crédit structurés

Le FSF a recommandé que les agences introduisent des barèmes différentiés de notation pour les produits structurés et les obligations et développent l'information diffusée sur les caractéristiques de risque des produits structurés, tant lors de leur émission que sur leur durée de vie. Le code de conduite révisé de l'IOSCO a également préconisé une telle différentiation.

Les nouvelles règles de la SEC applicables aux agences de notation incluent également l'exigence, soit d'une différentiation des notations entre les produits structurés et les obligations d'entreprise, soit de la publication d'un rapport séparé explicitant les différences entre les échelles de notation applicables aux produits structurés et aux autres valeurs mobilières. Les propositions du FSF dans ce domaine ont reçu l'aval des membres de l'ECOFIN lors de leur réunion du 7 juillet.

Pour le secteur privé, et tout en reconnaissant que des opinions peuvent diverger sur les mérites d'échelles de notation différenciées, l'IIF s'est rallié aux vues des autorités publiques en préconisant que les agences développent une échelle spécifique ou supplémentaire (et/ou un système de symboles) pour la notation des produits structurés.

Enfin, les principales agences de notation ont soumis à consultation des propositions visant à accroître l'information diffusée sur les produits structurés, y compris sur la volatilité des notations et sur la sensibilité aux pertes.

m) L'évaluation par les agences de notation de la qualité des données sur les actifs sous-jacents

Le FSF a recommandé aux agences de notation de prendre des initiatives afin d'améliorer leur revue de la qualité des données et du processus de *due diligences* sur les actifs sous-jacents menée par les originateurs, les arrangeurs et les émetteurs impliqués dans les produits structurés.

Certains de ces points sont repris dans le code de conduite révisé de l'IOSCO. Le code prévoit que les agences de notation devraient :

- Adopter des mesures adaptées pour s'assurer que l'information qu'elles utilisent est d'une qualité suffisante pour justifier d'une notation crédible ;
- Mettre en place des dispositifs de revue des produits afin d'apprécier la possibilité de donner une notation à un nouveau produit dont les caractéristiques sont réellement différentes de ceux qu'elles notent aujourd'hui ;
- S'abstenir de donner une notation lorsque la complexité ou la structure d'un nouveau produit structuré, ou le manque de données de qualité sur les actifs sous-

jacents, soulève des questions sérieuses quant à la capacité des agences à déterminer une notation crédible.

Les propositions de la SEC de juin incluent une règle interdisant aux agences de donner une notation à un produit structuré si l'information sur les actifs sous-jacents n'est pas disponible, et les obligeant à rendre public la manière dont elles s'appuient sur le processus de *due diligences* mené par d'autres, pour vérifier les actifs sous-jacents.

Au niveau européen, des propositions dans ce domaine sont attendues de la Commission cet automne.

n) L'utilisation des notations par les investisseurs et les régulateurs

Le 28 mai 2008, l'IOSCO a défini un programme de travail afin d'apprécier l'adéquation des *due diligences* menées habituellement par les gérants de portefeuille lorsqu'ils investissent dans des produits structurés, et de fournir des lignes de conduite afin d'améliorer si nécessaire ces pratiques.

Le *Joint Forum* établit actuellement un inventaire de l'utilisation des notations par ses membres, autorités des marchés des valeurs mobilières et de l'assurance. Ses travaux devraient s'achever d'ici la fin de l'année 2008.

Le 25 juin 2008, la SEC a rendu public des modifications réglementaires visant à s'assurer que le rôle qu'elle assigne aux notations dans ses règles est compatible avec l'objectif d'un jugement indépendant par les investisseurs de leurs risques. Le troisième volet du rapport de la SEC, publié le 8 juillet 2008, est consacré à la réduction de la dépendance réglementaire aux notations de crédit, à travers l'introduction de modifications à diverses réglementations qui imposent le recours à un processus de notation destiné à accroître la protection des investisseurs.

o) L'amélioration des échanges d'information et de la coopération entre les autorités

Le FSF a réuni un groupe des plus importants superviseurs afin de développer les règles nécessaires pour mettre en place, d'ici la fin de l'année, des collèges de superviseurs pour les plus grandes institutions financières mondiales. Ces collèges seront présidés par le superviseur du pays d'origine de l'institution et comprendront, en nombre limité, des superviseurs, au sein des pays d'accueil, dont les activités sont essentielles pour s'assurer de la fiabilité de ces institutions financières. Cette initiative a reçu l'aval des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G-7 lors de leur réunion d'avril dernier.

Au niveau européen, cette question est liée à celle de la revue actuellement réalisée du processus Lamfalussy, telle qu'exposée dans les feuilles de route de l'ECOFIN et les conclusions de sa réunion du 14 mai dernier.

p) Le renforcement des travaux des organismes internationaux sur les politiques publiques

La coopération entre les organismes internationaux au sein du FSF a été très efficace pour coordonner les réponses à la crise dans un laps de temps limité, et pour en tirer mutuellement les enseignements nécessaires pour les politiques publiques. Afin de préserver cette coopération renforcée, le FSF encouragera des revues stratégiques conjointes par les comités chargés de la définition des règles applicables afin de s'assurer que l'évolution des politiques publiques est suffisamment coordonnée et se consacre aux questions prioritaires.

En ce qui concerne la coopération entre le FSF et le FMI, des conversations ont été entamées afin d'examiner la manière dont ces deux institutions pourraient renforcer leur coopération sur les sujets de stabilité financière, le rôle de chacune d'entre elles se complétant et se renforçant l'un l'autre. Dans cet esprit, le FMI fera régulièrement part de ses expertises sur la gestion des risques de stabilité financière au FSF et, à son tour, tiendra compte des conclusions pertinentes du FSF dans ses propres travaux de surveillance bilatérale et multilatérale. La réunion des ministres des finances du G-8 à Osaka a souligné l'importance de progrès concrets dans cette coopération pour renforcer les capacités d'alerte en amont.

q) Les opérations des banques centrales

Sous les auspices du Comité pour un Système Financier Mondial (CGFS), les banques centrales poursuivent activement leur examen des leçons à tirer des événements récents pour leur cadre d'intervention opérationnel. Un projet de rapport a été récemment élaboré et devrait être prochainement complété, notamment sur la question des accords transfrontaliers destinés à faciliter les apports de liquidité au plan international. Un rapport d'étape sera présenté au FSF en septembre prochain.

A la suite de l'effondrement de Bear Stearns aux Etats-Unis en mars dernier, la Réserve Fédérale a mis en place une fenêtre de refinancement pour les banques d'investissement afin de stabiliser le système financier et a élargi la gamme d'actifs éligibles en garantie. Si les troubles financiers persistent, la Fed a annoncé qu'elle pourrait proposer dès l'an prochain une nouvelle facilité de financement qui donnerait aux banques d'investissement la possibilité d'accéder aux liquidités en cas d'urgence.

Le conseil des gouverneurs du système fédéral de réserve a annoncé à la mi-juillet qu'il avait donné autorité à la Réserve Fédérale de New York de prêter à Fannie Mae et Freddie Mac. Cette autorisation de prêt est destinée à compléter celle aujourd'hui accordée au Trésor américain et pour s'assurer que Fannie Mae et Freddie Mac sont bien en mesure de mettre en place des crédits hypothécaires lors de période de crise sur les marchés financiers. Cette annonce est intervenue après que le Congrès américain ait pris en mai dernier une première vague de mesures visant à lever les restrictions à la croissance de ces entreprises et à alléger leurs contraintes réglementaires en capital.

Ces initiatives relatives à ces deux institutions bénéficiant du support du gouvernement américain ont été complétées par la SEC qui, le 15 juillet dernier, a publié une règle d'application immédiate visant à renforcer la protection des investisseurs à l'encontre des ventes à découvert « sèches » de titres de Fannie Mae et Freddie Mac au niveau des *primary dealers* des banques commerciales et d'investissement.

r) Les accords sur le traitement des banques en difficulté

Un groupe d'autorités nationales mène actuellement des travaux au sein du BCBS pour inventorier les différences dans les pratiques nationales sur la résolution des crises bancaires, et fera rapport au FSF d'ici la fin de l'année. Sur la base de ses conclusions, le Comité de Bâle et le FSF devraient être en mesure d'identifier les domaines où ces différences de pratiques nationales sont les plus susceptibles de poser problème en cas de difficultés rencontrées par une banque active dans plusieurs pays.

S'agissant des principes internationaux de garantie des dépôts, l'Association Internationale des Assureurs de Dépôts (IADI) a mis en place un groupe de travail sur ce sujet dans la perspective de sa conférence annuelle d'octobre 2008. Au niveau européen, cette question a donné lieu à discussion lors de la réunion de l'ECOFIN du 3 juin dernier, et sera réexaminée cet automne sur la base d'un rapport de la Commission sur les systèmes de garantie des dépôts en Europe.

s) La coopération transfrontalière en matière de gestion de crise

Le FSF a recommandé que pour les plus importantes institutions financières internationales, les superviseurs et les banques centrales les plus directement concernés mettent en place un groupe restreint pour examiner les questions de planification de la gestion des crises à un niveau transfrontalier. Des consultations sont actuellement en cours sur le champ d'intervention et la composition de ce groupe, et un rapport sur le sujet devrait être discuté par le FSF en septembre.

Au niveau européen, un projet majeur a été lancé en 2005 et se poursuit actuellement, à la suite de l'accord obtenu en mai dernier sur un *memorandum of understanding* relatif aux accords de stabilité financière. Une feuille de route de l'ECOFIN décrit les principales actions devant être menées dans ce domaine d'ici la fin 2009.

t) L'augmentation du prix des matières premières

Le G-8 a fait état de ses préoccupations croissantes relatives à l'augmentation des prix des matières premières et de son possible impact sur l'inflation, la croissance économique et la stabilité financière. Au-delà du besoin d'améliorer l'équilibre entre l'offre et la demande, le G-8 a également souligné la nécessité d'une plus grande transparence des marchés de l'énergie. Il a demandé au FMI et à l'Agence Internationale de l'Energie (AIE) de faire rapport sur ces questions. En particulier, il a apporté son support aux efforts entrepris par les autorités nationales et organisations internationales concernées, notamment quant à une plus grande transparence des marchés à terme de matières premières.

Partie C – Douze questions à propos de la crise financière

I. La méthode de mise en œuvre des recommandations de l'ECOFIN et du G-7

Le nombre de groupes de travail dont les réflexions influencent immédiatement le comportement des acteurs, l'importance des questions soulevées qui impactent aussi les conditions de la concurrence entre les pays et l'enjeu des moyens de sortie de crise qui n'en amplifieraient pas les effets néfastes conduisent à devoir piloter les différents sujets globalement mais aussi aux niveaux européen et de l'Eurogroupe. Il apparaît également nécessaire de définir, pour chaque pays, la méthode de mise en œuvre des priorités.

a) Les priorités et les responsabilités doivent être clairement définies

Pour aboutir, il est nécessaire de redéfinir les priorités à la lumière de ce qui est faisable ou urgent et de ce qui ne l'est pas ou plus. Par exemple, la mise en œuvre des nouvelles procédures d'enregistrement et de supervision des agences de notation prendra du temps. La première priorité est de s'assurer du respect immédiat du code de conduite édicté par l'IOSCO. Un autre point clé et urgent est de vérifier que la mise au point du nouveau régime de supervision est en harmonie avec les mesures déjà prises par la SEC.

Cependant, la mise en place pour les agences de notations d'une procédure forte de « contrôle de qualité » interne apparaît une nécessité plus urgente. Celle-ci pourrait être développée par les agences, sur le modèle de ce qui existe déjà pour les auditeurs. Le principe serait qu'au sein de chaque agence, une équipe indépendante soit en charge de valider, avant la publication de la notation, les travaux effectués par l'équipe en charge de la notation, leur pertinence et la bonne prise en compte des éléments macro-économiques. Cette procédure de contrôle interne préventive est une priorité nouvelle : elle pourrait prendre la forme d'une nouvelle norme édictée par l'IOSCO et devrait être mise en œuvre sans délai.

L'étape suivante consisterait à définir précisément l'entité responsable de la mise en œuvre de chacune des priorités, de s'assurer qu'elle possède les moyens de mener à bien son rôle et enfin d'arrêter un calendrier précis d'actions. Il est à cet égard essentiel que chaque acteur se recentre sur son cœur de métier. En ce sens, les comités européens de niveau 3, regroupant les superviseurs de banques, d'assurances et de marchés de titres, doivent consacrer l'essentiel de leur énergie à leur mandat d'harmonisation des modalités de surveillance prudentielle et renforcer leurs échanges d'informations.

Il est enfin nécessaire au niveau européen de disposer d'un chef de file, avec des responsabilités clairement définies, pour avancer sur tous ces sujets. L'ECOFIN devrait désigner, à cette fin, des groupes ou institutions qualifiées en s'appuyant sur les structures existantes et en les renforçant ou en les adaptant si nécessaire, afin d'actualiser les priorités, de les redéfinir le cas échéant, et de s'assurer de leur mise en œuvre.

b) Un nouvel instrument est nécessaire

Cependant, en période de crise, il manque un instrument permettant de trouver une issue rapide à un problème ponctuel. Cet instrument *ad hoc* pourrait être la réunion d'une

« conférence de consensus accéléré», chargée de trouver une solution au problème soulevé. Cette conférence pourrait se réunir à l'initiative aussi bien de l'Europe, de l'Eurogroupe, du G-7, du G-20, de l'OCDE (qui a déjà expérimenté ce type de conférences sur des sujets non financiers) ou du FSF, en fonction de la nature et de la portée du problème posé. La « conférence de consensus accéléré» » doit permettre de trouver des accords aussi bien sur la définition de problématiques que sur l'expression de solutions, destinées à être mises en œuvre par chaque état ou institution participant à la conférence et adhérant à ses conclusions.

Par exemple, il est d'intérêt général que la question de la valorisation des produits illiquides soit résolue rapidement. Les régulateurs et les superviseurs pourraient tenir une conférence de consensus globale, également ouverte à l'industrie, pour prendre une décision d'application immédiate en s'appuyant bien sûr sur le savoir-faire de l'IASB et tout en respectant son processus de décision, si des changements de normes sont nécessaires. Une conférence similaire pourrait se tenir au sujet des structures de rémunération dans l'industrie financière : une possibilité pourrait être de s'appuyer sur les propositions des banques elles-mêmes, publiées par l'*Institute of International Finance*, afin d'établir des principes stricts et obligatoires qui limiteraient les effets procycliques des schémas actuels de rémunération.

Il va de soi que ces deux conférences, choisies comme exemples, devraient être traitées au niveau mondial. L'ECOFIN pourrait prendre l'initiative de telles conférences et rechercher un accord, avec l'institution sous l'égide de laquelle elles pourraient être organisées (le FSF par exemple), sur ses attributions, les participants et son organisation précise.

II. L'amélioration des normes de transparence

La crise financière a révélé des insuffisances dans le dispositif d'information financière en vigueur pour les établissements financiers et les produits structurés qu'ils élaborent, pour traduire une situation complète et fiable des risques encourus par les établissements eux-mêmes ainsi que les investisseurs, et ce quelles que soient les situations de marché. La mise en place, depuis janvier 2008, de Bâle II et particulièrement de son pilier 3 devrait être bénéfique.

L'information financière publiée par les banques s'est révélée difficile à interpréter par le marché : c'est ainsi qu'au 4ème trimestre 2007 et au 1er trimestre 2008, les résultats publiés par les grandes banques ont donné lieu à des analyses divergentes entre analystes financiers. Les raisons en sont diverses : la nouveauté de l'information résultant de l'application des normes IFRS, le manque d'homogénéité dans l'application de ces normes d'un pays à l'autre et enfin l'absence de convergence entre les normes comptables internationales (IFRS) et les normes américaines (US GAAP) qui nuit à la comparabilité et à l'analyse dans un contexte de globalisation. En fin de compte, les normes comptables internationales, qui étaient supposées apporter plus de transparence à l'information transmise au marché, n'ont pas totalement réussi à atteindre cet objectif.

Une autre problématique mérite d'être traitée : les normes comptables ont eu des effets surprenants sur les bilans des banques pendant la crise. En effet, conformément à la règle

de *fair value* dans les normes IFRS, les institutions financières doivent réévaluer leurs actifs, mais également leurs passifs, dans leurs bilans à intervalles réguliers et reconnaître le changement de valeur dans leur compte de résultat. Par conséquent, une baisse dans la valeur de leur dette bancaire, suite à une perte de confiance des investisseurs dans ce secteur, en réduisant la valeur des passifs de l'institution, lui permet d'inscrire un profit dans ses résultats.

Les banques n'ont pas pris la mesure des risques associés aux véhicules hors bilan qu'elles avaient élaborés et n'en ont pas informé le marché. En particulier, elles n'ont pas anticipé et donc pas chiffré, le risque de réputation pouvant résulter d'un problème non identifié de liquidité ou de solvabilité. Dans certains cas également, elles ont fait une interprétation imprudente des contrats sophistiqués qui les liaient à ces véhicules ou qui leur permettaient d'échanger des instruments de protection avec des contreparties sur les marchés (CDS - *Credit Default Swaps*). Ce défaut d'analyse ou d'interprétation des contrats les a conduites à considérer, à tort, qu'elles s'étaient défaites de l'ensemble des risques ; ce qui s'est avéré ne pas être le cas et a donné lieu à des débats juridiques très complexes entre institutions. On ne peut exclure non plus que, bien qu'identifiés, ces risques n'aient volontairement pas été révélés.

La crise a démontré que l'information disponible sur les produits de titrisation est limitée, à la fois à un niveau agrégé (statistiques précises et exhaustives sur le marché européen), et à un niveau individuel (information sur la nature et la qualité des actifs sous-jacents). Des initiatives devraient être prises pour encourager la standardisation et la diffusion de cette information de manière rapide et régulière. La mise en place d'infrastructures communes serait à cet égard nécessaire pour apporter une centralisation et une réelle transparence.

Plusieurs mesures doivent donc être prises pour combattre l'opacité de l'information fournie au public, et garantir le bon fonctionnement des marchés et la fluidité des échanges en toutes circonstances dans l'intérêt des investisseurs et des entreprises :

- A court terme, comme le souligne le rapport du FSF, **la qualité de l'information fournie au marché doit être optimisée.** Les banques devraient notamment fournir une information synthétique et agrégée, en particulier en ce qui concerne leurs expositions aux crédits *subprimes*, RMBS, CDO et autres opérations à effet de levier, ceci avant et après couverture, pour des opérations au bilan ou hors bilan via notamment les lignes de crédit octroyées aux véhicules *ad hoc*. Dès à présent, des initiatives ont été prises en ce sens par les banques, en liaison avec les superviseurs bancaires ;
- L'information financière diffusée doit être **hautement standardisée** pour faciliter sa comparabilité, ce qui pose la problématique d'une application uniforme des normes comptables internationales et américaines. Conformément aux orientations demandées par le G-7, il est nécessaire que les règles de comptabilisation des engagements liés aux titrisations, aujourd'hui hors bilan, soient modifiées de façon à assurer la comparabilité entre les normes américaines, moins exigeantes en cette matière, et les IFRS ;
- Les acteurs du marché des produits structurés doivent s'entendre avec leurs superviseurs sur la définition d'un **standard minimum de *disclosure***, tant lors de

l'émission que tout au long de la vie du contrat. On peut imaginer à l'extrême que les investisseurs aient un accès complet aux bases de données de l'émetteur. Une information plus complète pour le marché pourrait être disponible via le **projet XBRL (e*Xtensible Business Reporting Language*)**. Ce projet intéressant, notamment pour les instruments financiers, est fortement poussé par la SEC et doit être analysé soigneusement avant toute généralisation de son application. Dans ces conditions, la création d'un groupe de travail global pourrait être décidée pour apprécier la capacité d' XBRL à apporter les informations appropriées ;

- L'information sur les méthodes et les hypothèses sous-tendant les évaluations des **agences de notation** doit être également plus transparente. Le plus important est que le calcul des notations individuelles perde son caractère de « boîte noire ». Le marché doit dorénavant avoir tous les éléments nécessaires pour lui permettre d'évaluer lui-même le risque de tel ou tel produit. Cette information devrait inclure en particulier les hypothèses sur les différents scénarii de marché et sur les niveaux de corrélation de défauts entre les actifs sous-jacents. Elle devrait également comprendre à la fois une explication économique de leurs hypothèses ainsi que des essais pour tester la façon dont le modèle répond à des scénarii différents, notamment des scénarii extrêmes (« stress testing »). L'information donnée devrait également porter sur les *due diligences* effectuées et la fiabilité des bases et documents utilisés ;

- A moyen terme, les travaux initiés par l'IASB dans le cadre de la revue des règles de transparence applicables aujourd'hui (IFRS 7), de même que ceux engagés par le BCBS sur l'application du pilier 3 de Bâle II pour les banques, devraient déboucher dans le courant de l'année 2009 sur une amélioration de la qualité de l'information disponible. On ne peut qu'insister sur la **nécessité de tester soigneusement, pour chaque établissement et préalablement à toute mise en œuvre définitive, la combinaison des deux niveaux d'information** ainsi que ses conséquences sur les décisions des investisseurs et le comportement des entreprises.

Dans l'intervalle, il pourrait être demandé aux comités de niveau 3 correspondants (CEBS et CESR), de **rendre compte périodiquement de la mise en œuvre, par les opérateurs financiers, des mesures d'ores et déjà actées**. Pour cela, ils pourraient entrer en liaison avec les auditeurs qui peuvent communiquer plus d'informations pertinentes sur la base d'un pays que sur une base de clients.

III. La procyclicité due à la combinaison des normes comptables et prudentielles

Les comportements économiques sont souvent moutonniers dans le domaine du crédit. Ce phénomène définit le cycle du crédit qui introduit évidemment une instabilité pour les emprunteurs. La crise des *subprimes* est une manifestation d'une crise de crédit.

Il est important d'éviter autant que possible les effets néfastes des retournements de cycles sur la stabilité financière. Or, il est apparu que les règles applicables aux activités financières et notamment les normes comptables et les règles prudentielles, n'étaient pas, en elles-mêmes et individuellement, procycliques. En revanche, prises ensemble, la combinaison de ces deux normes semble avoir eu clairement des effets procycliques. Il est

donc crucial que les règles prudentielles et les normes comptables soient cohérentes et compatibles pour éviter des effets néfastes sur les différentes opinions ou publications.

a) Les normes comptables et les règles prudentielles doivent être appréciées conjointement

Les règles prudentielles définissent le montant de capital que les banques doivent conserver en fonction des risques de leurs activités. Pour schématiser, une fois ces règles appliquées à la situation d'une banque donnée en fonction de son profil de risque, elles déterminent une politique de poursuite du modèle interne autorisé par les superviseurs. Tout ceci s'effectue sans garde-fous suffisants, en dehors de la supervision exercée par ces derniers qui est effective mais ne peut intervenir qu'avec un certain décalage. Souvent évoquée, la nécessité d'introduire des freins à la procyclicité potentielle des règles prudentielles, voire de les rendre contra-cycliques, constitue aujourd'hui une piste de travail indispensable.

Il pourrait s'agir d'introduire une réelle flexibilité des charges en capital requises en fonction de la conjoncture, afin de prévenir les crises en augmentant ces charges en haut de cycle[6]. Il ne s'agit en aucun cas d'alléger les fonds propres requis en temps de crise au-delà des attentes du marché. Une autre piste pourrait constituer en une flexibilité des charges en capital entre différentes activités bancaires en fonction d'indicateurs pertinents, comme le retour sur fonds propres.

Dès à présent, et dans l'attente du montage de ces mécanismes, trois mesures peuvent être étudiées :

- L'obligation qui pourrait être donnée aux banques de **conserver une partie des encours titrisés à leur bilan,** ce qui les obligerait à se livrer à une analyse approfondie et continue des risques sous-jacents qu'elles ont aujourd'hui largement abandonnée. Les conditions de développement de ce modèle méritent d'être accompagnées par une réflexion approfondie sur la sécurité de la titrisation. Elles nécessitent également l'accord des banques pour jouer le jeu, c'est-à-dire ne pas contourner la régulation envisagée en prenant, par exemple, des positions à découvert sur des actifs corrélés avec leurs propres CDO. D'autres options pourraient être pour les banques de garantir la liquidité des produits qu'elles vendent ou d'expliquer les raisons qui les conduisent à ne pas conserver une partie de leurs engagements de titrisation à leur bilans ;
- **Un renforcement et une standardisation du traitement prudentiel des actifs de titrisation secondaire** (CDO, CDO de CDO), qui devraient être traités de la même manière que les portefeuilles de crédit lorsqu'ils correspondent clairement à une activité d'intermédiation. A l'inverse, les activités de *trading* pourraient se voir imposer un niveau plus élevé de charge capitalistique ;

[6] L'exemple espagnol est une autre possibilité : la banque d'Espagne a interdit aux banques espagnoles d'acquérir des CDO et de développer des activités sur véhicules d'investissement structuré en dehors de leur propre bilan.

- **Un meilleur contrôle du risque de liquidité pris par les banques** à travers les lignes de crédit de *backup* qu'elles ont accordées à des véhicules hors bilan ou des conduits de titrisation, en renforçant les obligations en capital associées à ces prêts.

La clarification de l'horizon prudentiel est également une question cruciale : il s'agit d'apprécier clairement si la vision à un an, qui a ses avantages malgré son réel court-termisme, doit être préférée à une vision pluriannuelle. Une alternative consisterait en une approche pluriannuelle mais avec des mécanismes annuels de protection. L'enjeu est clairement de s'assurer que la réglementation n'oblige pas les investisseurs de long terme à se transformer en acteurs forcés de court terme.

Les normes comptables évaluent les actifs financiers négociés ou destinés à être cédés (« *held for trading* » et « *available for sale* ») à la « *fair value* » (qui se rapporte généralement à la « *market value* »). Cette valorisation s'applique également obligatoirement pour des actifs destinés à la négociation sur les marchés, par opposition à d'autres actifs longs, ou le coût d'amortissement demeure la règle, la *fair value* n'étant alors qu'une option comptable. Ce mode de valorisation constitue un progrès incontestable pour l'information financière dans la mesure où il sert de révélateur très rapide des gains et des pertes. La volatilité des valorisations à la valeur de marché, en comparaison avec celles au coût historique, ne fait que refléter la réalité économique du comportement des acteurs du marché.

Toutefois, lorsque les marchés s'effondrent, au point de devenir illiquides, comme sur le marché des *subprimes*, et que les valeurs de marché diminuent, les banques doivent constater une dévalorisation de leurs actifs et par voie de conséquence de leurs fonds propres, avec ou sans effet sur le compte de résultat. Ainsi en va-t-il lorsque les émissions primaires se tarissent et que, en raison de la faiblesse du nombre de transactions secondaires, les prix de marché ne sont pas représentatifs des valeurs réelles.

Un cercle vicieux s'enclenche alors : la vente massive, sans contreparties suffisantes à l'achat, des actifs dévalorisés fait chuter leur prix jusqu'à perdre toute référence rationnelle de valeur.

b) La valorisation des actifs en marché illiquide

Une première démarche doit viser à chercher une solution à la question de la valorisation des actifs sur des marchés illiquides, d'où l'appel au lancement du projet de l'IASB sous 100 jours par le G-7 en avril 2008.

Une partie du monde bancaire s'interroge actuellement sur la pertinence de la classification des investissements réalisés en lien avec les marchés de crédit américains, au sein des activités de marché. Certains instruments pourraient ainsi être analysés à nouveau dans le cadre de l'activité d'intermédiation. Seuls des actifs réellement destinés à être négociés devraient être insérés dans le *trading book*.

Il apparaît difficilement envisageable d'assouplir les normes comptables en période de crise, parce qu'elles se doivent d'être crédibles à long terme. Néanmoins, les régulateurs et superviseurs devraient être capables de faire face à des situations imprévues.

Dans ces conditions, face à des marchés illiquides, certains ont proposé que soit autorisé de reclasser certains actifs du *trading book* en titres de long terme, avec l'accord d'un consensus international, si la notion de marché illiquide peut être définie de façon précise, et si des conditions précises de mise en œuvre peuvent être fixées (valeur de transfert définie suivant les conditions de marché, actifs concernés par la reclassification, transparence, explication des modèles de valorisation choisis, durée minimale de détention…). Les titres détenus jusqu'à échéance sont alors dépréciés non pas en fonction des prix de marché mais sur la base des flux futurs attendus de l'actif.

D'autres pistes de solution existent, portant principalement sur le comportement des acteurs et sur la transparence. Le CESR vient de publier une consultation sur la détermination de la juste valeur dans un contexte de marché « illiquide ». La question centrale est bien sûr celle de la date à partir de laquelle le marché est devenu tellement illiquide que d'autres critères, que le prix de marché, doivent être appliqués pour déterminer la juste valeur. L'utilisation, déjà permise sous certaines conditions par IAS 39, de modèles d'évaluation permettant de prendre en compte différents facteurs de risques (risques de liquidité, de modèle, de contrepartie) permettant de traduire la valeur actuelle des flux futurs, devrait prédominer en cas de marchés « illiquides », à condition de respecter certaines règles suffisantes de transparence. En effet, l'utilisation de modèles implique nécessairement une part de jugement, même si les hypothèses utilisées sont les plus objectives possibles. De manière à assurer la plus grande cohérence, toute hypothèse, donnée ou critère utilisé devra être parfaitement documenté et rendu public lorsque la juste valeur sera déterminée sur la base d'un modèle.

Une dernière option pourrait être de créer un nouvel instrument muni de normes comptables et prudentielles spécifiques qui pourrait aider les banques dans leur gestion de produits illiquides.

En tout état de cause, dans une approche pragmatique, deux étapes seront nécessaires : d'abord, sans délai, et sous l'égide des régulateurs et des superviseurs, des règles de *reporting* sans changement des normes, puis une adaptation des normes elles-mêmes.

A ce stade, il paraît essentiel de veiller (a) à **restaurer une égalité entre règles européennes et américaines** (le reclassement évoqué ci-dessus est possible aux États-Unis, pas en Europe), ce qui peut supposer la recherche de solutions nouvelles mais consensuelles, plutôt que l'alignement sur l'une ou l'autre, et (b) à **assurer des conditions suffisantes de transparence et de comparabilité entre banques.**

Une conférence internationale sur la valorisation des actifs illiquides pourrait permettre d'atteindre un consensus sur la base de ces principes.

c) Les règles prudentielles et les normes comptables doivent être abordées de façon combinée

Le déroulement de la crise a fait clairement apparaître que les deux jeux de règles, comptables et prudentielles, qui déterminent ensemble les comportements des banques, doivent être abordés de façon combinée.

La résolution de cette problématique passe inévitablement par une réforme de la **gouvernance de l'IASB** qui, tout en respectant pleinement son indépendance, doit assurer qu'un dialogue approprié s'établisse entre le conseil de l'IASB, les régulateurs de marché et les superviseurs prudentiels, de telle sorte que les normes comptables et les règles prudentielles soient cohérentes entre elles. C'est le sens des réformes qui ont été actées lors de l'ECOFIN du 7 juillet 2008.

La gouvernance de l'IASB doit être revue avec la création d'un ***Monitoring Group*****,** composé notamment de régulateurs et de superviseurs, chargé d'évoquer les questions d'intérêt général en termes de stabilité financière. Le groupe de travail a proposé, dans son rapport intermédiaire remis au Président le 4 juillet 2008, qu'au-delà du dispositif imaginé initialement par la Commission européenne, le président des *Trustees* de l'IASCF[7] soit chargé personnellement de s'assurer que l'IASB traite effectivement ces questions d'intérêt public.

Il est également proposé plus généralement que la revue en cours de la constitution de l'IASB prévoie une réévaluation plus fondamentale de la structure de gouvernance de la Fondation IASC et de l'IASB.

L'objectif poursuivi est de s'assurer que l'organisation est totalement légitime, indépendante dans son rôle de normalisateur comptable, responsable, tout en respectant ses exigences de compétence, de réactivité et d'efficacité, et que ses standards remplissent les critères de bonne régulation.

Parmi les effets positifs attendus d'une meilleure intégration de l'IASB dans la communauté des régulateurs internationaux, une approche plus consensuelle de questions centrales qui sont à l'ordre du jour de ses travaux peut être atteinte :

- nouveaux projets des normes comptables incluant des références à la valeur de marché concernant des actifs longs (ex. : secteur des assurances),
- projet de présentation des résultats des sociétés (*performance reporting*),
- programme de convergence entre les IFRS et les US GAAP.

Cette approche globale est nécessaire pour effectuer les changements indispensables ; c'est la raison pour laquelle sa mise en place rapide doit être suivie avec attention. Si elle n'était pas effectuée, cela pourrait conduire l'Europe à reconsidérer ses propres politiques et recourir à son propre normalisateur comptable plutôt que de continuer à soutenir la convergence globale des IFRS - voie qui pourrait s'avérer favorable à des relations plus simples avec les Etats-Unis, le Japon et d'autres acteurs, avec lesquels des plans de reconnaissance mutuelle et de convergence pourraient être envisagés sur des bases saines et claires. Cependant, ceci représenterait un retour en arrière et irait à l'encontre de la convergence globale des IFRS.

[7] M. Gerrit Zalm : ancien Vice-Premier Ministre et Ministre des finances néerlandais et actuel Président des *Trustees* de l'*International Accounting Standards Committee (IASC) Foundation*

IV. La gouvernance des entreprises financières

Comme l'a constaté le rapport des superviseurs bancaires au FSF, l'exposition plus ou moins forte des banques à la crise ainsi que leur résistance sont très fortement corrélées à la qualité de leurs systèmes de gestion du risque et de gouvernance d'entreprise.

A titre d'illustration, on notera que dans certaines banques, en raison du fonctionnement des systèmes d'information, les conseils ne sont plus informés des positions globales de *trading* mais des positions nettes. Ainsi, lors d'une crise, ils n'ont pas conscience de la totalité des sommes en jeu. On peut penser que si les systèmes de *reporting* avaient été mieux conçus, ils auraient pris les mesures prudentielles nécessaires et que l'exposition des banques aurait ainsi été moindre. Plus généralement, des produits devenus trop complexes pour être compris par le management d'une banque devraient attirer l'attention et, en conséquence, ne plus être utilisés.

Par ailleurs, il est également apparu que par manque de dialogue entre *les credit risk managers* et les *market risk managers*, certaines banques qui s'étaient défaussées de produits qu'elles considéraient toxiques, avaient racheté ces mêmes produits restructurés.

Sans aller plus loin à ce stade dans la description des nombreux dysfonctionnements intervenus, cette situation nous conduit à tirer quatre conclusions :

- Les **règles de gouvernance**, le rôle du conseil d'administration ou de surveillance, ainsi que des comités spécialisés, les procédures d'information de ces conseils et comités doivent être repensés. Cette question ouvre d'ailleurs plus généralement la nécessité, s'appuyant entre autres sur les rapports Cadbury, Cromme, Bouton et de l'OCDE, de dégager un nouveau consensus sur la gouvernance des banques, des compagnies d'assurances, et des sociétés cotées d'une manière plus générale ;
- Dans le même esprit, il convient de s'interroger pour savoir si le critère d'indépendance des administrateurs doit continuer d'être privilégié et si celui de la compétence ne doit pas, sans être contradictoire, lui être préféré de manière prioritaire ; à cet égard, il convient de vérifier l'indépendance financière des administrateurs indépendants, afin d'éviter tout risque de conflit d'intérêts ;
- La diversification des compétences au sein des conseils d'administration des banques devient en effet un challenge en termes de gouvernance. L'élaboration d'une procédure d'agrément des administrateurs des banques, à tout le moins des membres des comités d'audit dont l'existence devrait être obligatoire, pourrait en particulier être demandée ;
- **Le contrôle interne doit être correctement défini**, replacé dans son contexte légal et réglementaire, et revalorisé comme fonction essentielle de gestion des risques.

Le mot « contrôle » a deux sens différents : la maîtrise ou la direction d'une part, la vérification ou l'inspection d'autre part. En France (et dans d'autres pays latins), la seconde acception prédomine (ex. : contrôle fiscal), mais dans les pays de langue anglaise, c'est la première (ex. : *« to be at the controls »* qui signifie « être aux commandes »). Le contrôle interne correspond à cette approche : c'est l'ensemble des actions mises en œuvre par

l'entreprise pour piloter sa stratégie et maîtriser ses activités. Il a notamment pour objectif de gérer les risques et d'assurer la protection des actifs. Les activités de contrôle ne sont qu'un volet du contrôle interne qui doit être assuré par l'ensemble des hiérarchies opérationnelles et pas seulement par un corps de contrôleurs dédiés aux fonctions de vérifications.

De nombreux pays ont donné un cadre légal et réglementaire au contrôle interne. Les Etats-Unis ont légiféré avec la loi Sarbanes-Oxley en 2002, complétée par des recommandations spécifiques de la SEC en 2007. Le Parlement Européen a adopté en 2006 des amendements aux 4ème, 7ème et 8ème directives qui définissent les responsabilités du Comité d'audit et prévoient l'inclusion dans le rapport de gestion des entreprises d'une déclaration sur le gouvernement d'entreprise qui inclut une description des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques.

Les problèmes rencontrés par les établissements bancaires lors de la crise des *subprimes* montrent une sous-valorisation des fonctions qui concourent au contrôle interne par rapport à celles des opérateurs de marché (*front office*). Ces problèmes peuvent également être observés dans le domaine de la gestion d'actifs.

Afin que les dirigeants opérationnels au plus haut niveau soient impliqués dans le contrôle interne, celui-ci doit éviter de tomber dans une dérive formaliste qui déresponsabilise les hiérarchies. Au contraire, il doit s'appuyer sur des principes fondamentaux de bonne gestion, de gouvernance et de maîtrise des risques majeurs de l'entreprise. Les procédures et modes opératoires détaillés ne sont ensuite que les moyens de mise en œuvre des principes. Cette approche est la seule qui permette de faire en sorte que celui qui sait, qui a identifié un risque à un niveau du processus, puisse le faire savoir et qu'ainsi l'information remonte à la direction opérationnelle, voire au conseil d'administration.

Trois mesures présentent un réel caractère d'urgence :

- Revaloriser tant en quantité qu'en qualité les fonctions d'analyse du risque crédit des opérations structurées dans les banques ;
- Assurer une meilleure coordination des *risk managers* (chargés des calculs de *Value at Risk* - VaR et du contrôle du risque de marché) avec la direction centrale des risques, en instaurant une procédure de double *reporting* impliquant les directions fonctionnelles et la direction des risques ;
- Mieux prendre en compte les éléments macro-économiques dans les travaux de la direction centrale des risques.

V. Le rôle des agences de notation

Les agences de notation jouent un rôle essentiel d'évaluation mais aussi de diffusion d'information sur les produits structurés. De fait, beaucoup d'investisseurs ont eu une confiance excessive dans ces notations et n'ont pas mené leur propre *due diligences*.

Une mauvaise appréciation des risques de crédit par les agences de notation a contribué au développement rapide des produits complexes de titrisation ainsi qu'à leur

chute brutale. En effet, les produits structurés complexes étaient très bien notés par les agences, favorisant leur essor. Mais la baisse du prix de l'immobilier aux Etats-Unis, entraînant de fait la hausse des taux de défaut sur les prêts *subprimes*, a conduit les agences depuis mi-2007 à dégrader, souvent de plusieurs crans, un très grand nombre de produits structurés (plus de 1150 dégradations annoncées entre le 10 et le 19 juillet 2007 par les trois principales agences). Devant la perte de confiance des investisseurs pour les notations, la crise s'est étendue à d'autres produits de bonne qualité et a contribué à l'assèchement du marché interbancaire.

Les principales erreurs reconnues par les agences elles-mêmes font ressortir un défaut de prise en compte de l'environnement dans les modèles de notation, une insuffisante adaptation de la notation des produits en fonction de leur évolution et une évolution des canaux de distribution des prêts où les particuliers n'étaient plus protégés par les banques centrales :

- Défaut de prise en compte d'un effondrement du prix de l'immobilier américain au niveau national : les modèles prévoyaient une certaine décorrélation des prix de l'immobilier entre États, mais la baisse intervenue à l'échelle du pays s'est révélée être la plus importante depuis plus de 30 ans ;
- Méconnaissance d'un changement dans le comportement social des ménages : auparavant, les ménages américains faisaient défaut sur leur prêt immobilier en dernier ressort, après avoir fait défaut sur leur crédit à la consommation, sur leurs cartes de crédit. Or, en 2007, les agences se sont aperçues que, pour la première fois, les ménages préféraient faire défaut en premier sur leur prêt immobilier, dans la mesure où la valeur des maisons devenait inférieure à la valeur des encours de prêts ;
- Sous-estimation de la très rapide détérioration du marché des *subprimes* : toutes les agences avaient conscience de la détérioration du marché depuis 2005, elles avaient toutes augmenté le rehaussement de crédit nécessaire à l'obtention de la note AAA de 40%, mais cela n'a pas été suffisant ;
- Sous-estimation des corrélations de défaut des ménages ayant recours à des crédits *subprimes* ;
- Pour les CDO, utilisation du taux moyen de défaut du pool d'actifs comme critère, qui ne prend pas en compte la queue de distribution. Par ailleurs, les notations des produits structurés sous-jacents furent utilisées sans vérification de leur fiabilité ;
- Manque de suivi des notations des produits structurés sauf en cas de changement radical des hypothèses ou de défaut de crédit sur un des sous-jacents du produit structuré ;
- Erreurs et comportements pouvant poser question dans la valorisation de certains produits très complexes (*Constant Proportion Debt Obligation* - CPDO) ; dans certains cas, des manipulations de données furent même constatées.

Au niveau international, de nombreuses initiatives ont été lancées, notamment par le FSF, appelant à plus de transparence dans la notation des produits structurés et à l'utilisation d'une échelle de notation différenciée pour les produits de titrisation, comme à des indicateurs de liquidité.

Les modèles de rémunération des agences pour les notations des produits financiers structurés méritent également une attention particulière. Les commissions payées pour la notation initiale sont calculées comme un pourcentage du montant émis et liées à la complexité de la transaction. Les commissions pour les produits financiers structurés sont donc conçues pour augmenter avec le montant des opérations ainsi qu'avec la fréquence des émissions. Ces commissions s'apparentent à des « *success fees* » car elles ne sont payées que si l'opération est réalisée.

Aux Etats-Unis, la SEC a d'ores et déjà proposé une série de réformes aux pratiques des agences de notation. Elle a appelé à plus de transparence et à une échelle de notation différenciée pour les produits structurés. Le régulateur américain s'est également fixé comme objectif d'éviter tout conflit d'intérêts.

En Europe, les discussions, notamment celles menées par le commissaire Charles Mc Creevy, portent sur un enregistrement, une régulation et un contrôle des agences au niveau européen. Il s'agit pour l'Europe de peser dans la régulation de ces agences et de ne pas laisser les Etats-Unis seuls en charge. Trois priorités s'imposent :

- Il faut suivre et vérifier que les règles adoptées par les agences avec le nouveau code de conduite d'IOSCO sont respectées et le cas échéant renforcées. Il serait souhaitable que les règles qui seront retenues incluent, sur le modèle de celles applicables aux auditeurs, un dispositif de contrôle interne (voir Partie C, paragraphe I.a) *;*
- Quelle que soit l'approche retenue pour l'enregistrement, la régulation et la supervision, l'Europe se doit d'agir, dans ce domaine, de manière coordonnée au niveau mondial ;
- La concurrence doit être encouragée dans l'industrie en promouvant des modèles alternatifs, telles que des bases de données *buy side,* qui permettrait aux gérants de portefeuilles d'apprécier les risques de crédit de manière efficiente et objective.

VI. L'audit légal et les réviseurs statutaires

La crise financière de 2001 avait mis à jour la faiblesse de l'audit légal. En liaison avec le FSF et les régulateurs de marché, la profession de l'audit légal a depuis opéré une série de réformes spectaculaires, s'articulant autour de quatre axes :

- Le passage dans chaque pays d'un système d'autorégulation à un système de régulation partagée (*shared regulation*) ou de régulation externe (*outside regulation*), notamment aux États-Unis ;
- La mise en place d'une nouvelle gouvernance mondiale avec la création d'un *Public International Oversight Board* (PIOB) supervisant les activités d'intérêt général de l'*International Federation of Accountants* (IFAC), notamment les activités de normalisation en matière d'audit (*International Audit and Assurance Standard Board* – IAASB) et d'éthique (*International Ethics Standards Board for Accountants* – IESBA) ;
- L'adoption par l'IAASB d'une nouvelle norme, extrêmement stricte, de contrôle interne au sein des firmes d'audit prévoyant notamment une procédure de revue

interne et concurrente (*concurring partner review*) sur tous les dossiers, avant émission de l'opinion. Le principe est que cette revue doit permettre d'éviter les sinistres les plus importants en terme d'audit, en demandant à une équipe, qui n'est pas en contact avec les clients, de revoir tous les travaux au fur et à mesure de leur réalisation, et en incluant l'identification des risques macro et micro économiques ;

- Le renforcement des règles relatives aux conflits d'intérêts, en limitant strictement les travaux réalisés sur les clients d'audit.

Les auditeurs n'ont fait l'objet d'aucune critique concernant la crise des *subprimes*. Pour autant, la situation actuelle présente des faiblesses porteuses de risques pour l'avenir :

- La coexistence de deux types de normes d'audit : les International Standards on Auditing (ISAs) et les normes américaines développées par le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB). L'Europe devrait adopter dès que possible les ISAs pour limiter les incertitudes et promouvoir une convergence, et devrait encourager un rapprochement entre les ISAs et les normes du PCAOB ;
- La persistance de différences fortes entre les pays concernant l'application des règles d'indépendance, notamment celles relatives au champ des activités exercées. L'Europe devrait tendre à l'adoption ou à une convergence vers le code d'éthique de l'IFAC, une fois que la révision de celui-ci sera achevée ;
- L'évolution même du rôle des auditeurs, confrontés à la nécessité de s'exprimer plus clairement et publiquement sur les risques futurs auxquels fait face l'entreprise auditée. Les auditeurs sont toutefois réticents à se déplacer plus nettement sur le terrain de l'identification des risques, en raison notamment des problématiques de mise en cause de leur responsabilité. Cette situation crée un écart important entre les certifications émises visant pour l'essentiel des informations relatives au passé et les attentes des investisseurs cherchant à identifier les opportunités éventuelles aussi bien que les risques futurs ;
- L'absence de coordination opérationnelle entre les superviseurs et les inspecteurs nationaux, en Europe comme ailleurs, pour les contrôles externes réalisés sur les firmes elles-mêmes.

VII. Les rémunérations dans l'industrie financière

La question ici n'est pas celle de la **rémunération des dirigeants** eux-mêmes, qui doit être traitée dans le cadre de la réflexion sur la gouvernance.

La crise des *subprimes* a montré très clairement la nécessité de mieux aligner la **rémunération des opérateurs de marché** avec les intérêts de long terme des établissements financiers qui les emploient et de leurs actionnaires[8].

[8] Ceci est également vrai pour les agences de notation dont les commissions dans le cadre d'opérations de titrisation étaient liées à la taille de l'émission et qui pouvaient par ailleurs toucher des honoraires de conseil. Des propositions concrètes visant à remédier à cette situation ont été intégrées dans le code de conduite des

Ceci est particulièrement vrai pour les primes versées immédiatement en fonction des profits tirés d'opérations enregistrées dans les comptes sur la base de modèles, mais dont le dénouement peut faire apparaître des pertes à terme. Cette question a été rendue d'autant plus prégnante du fait des normes comptables, qui permettent d'enregistrer en tant que résultat les profits futurs ou potentiels : il est dans ces conditions difficile pour les responsables de ne pas récompenser les *traders* sur une telle base. Sensible à la pression de l'opinion publique, l'*Institute of International Finance*, qui regroupe les représentants des plus grandes banques mondiales, a reconnu explicitement[9] la nécessité de développer plus largement des systèmes de rémunération différée, prenant mieux en compte la profitabilité de long terme, le coût du capital et le degré de risque, et d'être plus transparent à l'égard des actionnaires sur les méthodes et les processus de détermination des rémunérations correspondantes. Certaines banques étudient déjà les propositions émises en ce sens.

L'introduction d'une plus grande transparence est saluée par les participants des groupes de travail, qui considèrent toutefois cette mesure insuffisante.

Pour sortir de cette situation, une solution serait de demander à la profession d'organiser une « conférence de consensus accéléré» » et d'arrêter collectivement et rapidement un « code de bonne conduite » sur la mise en place de systèmes de rémunération rigoureux et limitant les prises de risques excessives à court terme des opérateurs de marché. Les institutions financières qui ne respecteraient pas ce code seraient tenues à des obligations prudentielles complémentaires imposées au titre du risque opérationnel dans le cadre du pilier 2 de Bâle II. Le respect de ce code serait également vérifié par les superviseurs dans le cadre de leur approche sur le caractère adapté et approprié (« *fit and proper* ») des activités bancaires.

L'objectif n'est pas que les systèmes soient tous les mêmes, ce qui ne ferait que renforcer les comportements homogènes préjudiciables à la diversification des risques, mais que tous les systèmes aient comme point commun de ne pas être procycliques.

La question de la **rémunération des personnels en charge du contrôle interne** sous ses diverses formes mérite une mention spécifique : il est essentiel de s'assurer que celle-ci est définie de manière à rendre leurs fonctions attractives tout autant que crédibles.

VIII. La protection des petits investisseurs et emprunteurs

A ce stade, l'exposition des **investisseurs individuels** aux impacts de la crise semble limitée, au travers de quelques fonds monétaires ayant une exposition aux actifs sous-jacents risqués. Néanmoins, ces investisseurs ne sont pas à l'abri à l'avenir d'une exposition plus large aux produits de crédit complexes. L'innovation financière permet, en effet, de proposer des placements dont le profil de risque tend à se complexifier sous des enveloppes juridiques et fiscales de plus en plus diversifiées : certificats d'investissement, obligations structurées, contrats d'assurance-vie en unités de compte, etc.

---

agences de notation, révisé en mai dernier sous l'égide de l'IOSCO. La création évoquée *supra* d'un organisme de supervision des agences au niveau européen devrait permettre d'en contrôler l'application.

[9] Cf. Report on Market Best Practices, juin 2008.

Or, chacun d'entre eux répond à un cadre réglementaire européen différent. Par ailleurs, du fait du « passeport » organisé par de récentes directives européennes, le régulateur national peut difficilement s'opposer, en cas de besoin, à la commercialisation de produits approuvés par ses homologues.

Suivant le cadre dans lequel les intermédiaires choisissent de créer le produit, les investisseurs auront donc accès à des techniques de placement plus ou moins régulées et soumises à un cadre de commercialisation plus ou moins protecteur.

En conséquence, la création d'un cadre communautaire harmonisé à tous les produits analogues substituables, quelle que soit leur forme juridique, permettrait d'assurer une préservation du niveau de régulation des produits vendus aux investisseurs individuels et de leur degré de protection.

Les emprunteurs sont concernés au premier chef par les effets de la crise. Il apparaît nécessaire qu'une réflexion soit menée sur les instruments de crédit proposés par le secteur bancaire, afin d'apprécier si ils répondent à la demande des emprunteurs et dans quelles conditions. En tout état de cause, le secteur bancaire ne peut construire son cadre opérationnel uniquement sur les attentes des investisseurs, mais également sur les besoins des acteurs économiques, qui sont ses clients[10].

Il en va de même pour **les détenteurs de contrats d'assurance** et de l'industrie de l'assurance en général.

IX. L'organisation des marchés

a) Le « renchérissement » des prix des matières premières

L'envolée, au cours des derniers mois du cours, des matières premières agricoles et du pétrole a rendu particulièrement sensible le sujet des investissements croissants réalisés par de grands investisseurs institutionnels sur les marchés de *futures* (contrats d'achat ou de vente à terme) dans une optique de recherche de rendements décorrélés des marchés financiers traditionnels, et ce notamment après le déclenchement de la crise des *subprimes*.

Il peut être légitime de penser que cette hausse des prix reflète un déséquilibre structurel entre offre et demande, dû à deux phénomènes : un sous-investissement chronique des grandes sociétés ces dernières années ainsi qu'un choc démographique et d'urbanisation, notamment dans les pays en voie de développement où la croissance du revenu moyen accroît la demande.

[10] A cet égard, on notera que dans certains pays, comme le France, les banques ont des devoirs spécifiques à l'égard de leurs clients qu'ils sont obligés de conseiller, notamment en s'assurant qu'ils ont la capacité de rembourser leurs prêts.

Cependant, il est indéniable qu'une « vague » de liquidités se porte sur ces marchés : les investisseurs, principalement des fonds, se dirigent naturellement très fortement vers le marché des matières premières, d'autant plus que de nombreuses études de banque vantent les bénéfices, tant en termes de diversification que de protection, contre l'inflation de ces investissements très peu corrélés aux marchés boursiers.

Les réactions auxquelles donnent lieu actuellement les auditions du Sénat américain sur le sujet, les annonces faites par la CFTC[11] de l'ouverture d'une enquête sur des activités illégales sur ces marchés, le soutien de l'administration Bush à une proposition sénatoriale de création d'une *task force* inter-agences sur la question, peuvent interpeler sur les effets de prises de position très importantes sur des achats à terme.

Dans un contexte de profond désaccord entre les acteurs, il est aujourd'hui difficile d'apprécier si la part des volumes aujourd'hui échangés sur ces marchés qui ne correspondent pas à des activités normales de couverture de besoins physiques, sont susceptibles ou non, et dans quelles proportions, d'affecter sur le court terme le prix *spot*, et donc de favoriser le développement d'une bulle[12]. L'éventuelle volatilité excessive sur ces marchés due aux larges volumes de *trading* constitue également une autre problématique importante.

Le caractère tout à fait spécifique de ces marchés, qui traitent de produits vitaux à l'échelle mondiale, appelle de fait une vigilance renforcée et pose la question d'éventuelles restrictions à apporter aux opérations réalisées par certains de ces investisseurs. Bien que l'essentiel des bourses correspondantes soient américaines, le *London Metal Exchange* ainsi que de nombreux marchés non régulés, traitent également des contrats de ce type ou des dérivés.

A tout le moins, parmi les actions possibles, figure la nécessité d'une transparence accrue à trois niveaux :

- Transparence des stocks physiques ;
- Transparence dans le fonctionnement des marchés et notamment des marchés à terme et si possible des marchés OTC avec la création d'une chambre de compensation unique permettant un dénouement rapide et efficace des transactions ;
- Transparence dans l'échange d'information entre autorités de régulation de ces marchés, au-delà de celles directement nécessaires à la supervision des bourses concernées.

---

[11] La *Commodity Futures Trading Commission* est l'organisme américain de supervision des marchés à terme et d'options sur matières premières.

[12] Sur le long terme, l'équilibre des marchés reflète l'évolution anticipée des prix résultant de l'équilibre de l'offre et de la demande physique, en tenant compte, en particulier pour le pétrole, de la croissance de la demande adressée par la Chine et l'Inde. Ceci n'exclut pas l'hypothèse d'une bulle temporaire, favorisée par l'ampleur des capitaux investis par ce type d'investisseurs (260 Mds$ à fin mars 2008 sur le marché à terme de Chicago contre 13 Mds$ à fin 2003).

L'Europe doit participer à la réflexion sur le sujet, dans le cadre des travaux confiés au FMI lors de la réunion des ministres du G-8 du mois de juin. Le Parlement européen pourrait utilement mener des auditions et des travaux sur ce sujet.

b) Les conditions de contrôle de certaines entités non régulées

Bien que la plupart des entités non régulées soient localisées en dehors du territoire européen et principalement aux Etats-Unis, l'Europe ne peut se permettre d'ignorer les questions qu'elles soulèvent, ne serait-ce que parce qu'il est essentiel que les mesures effectivement prises aux Etats-Unis permettent d'améliorer la sécurité des marchés financiers à l'échelle mondiale, ce qui constitue un préalable à la sortie de la crise.

Le dialogue transatlantique est de ce point de vue particulièrement important. Plusieurs sujets devront en effet être abordés dans ce cadre :

- La réflexion en la matière doit être guidée par le souci d'assurer une meilleure « surveillance » des entités dont les activités représentent aujourd'hui une part significative des opérations sur les marchés, ou auxquels elles apportent de la liquidité. La question des distributeurs directs de crédits *subprimes* n'est citée ici que pour mémoire : elle relève d'un traitement essentiellement américain dans une optique de protection de l'emprunteur ;
- Les travaux devraient se poursuivre, avec l'implication et suite aux demandes exprimées par la Réserve Fédérale, sur la mise en place d'une **réelle supervision prudentielle des *brokers-dealers* et des activités des banques d'investissement**. A la suite des difficultés rencontrées par certains de ces acteurs, c'est bien évidemment une priorité à l'échelle mondiale ;
- En tant qu'acquéreur de certaines opérations de titrisation, les *hedge funds* jouent un rôle essentiel de fluidification des marchés financiers tant en acceptant de prendre les risques les plus élevés qu'en fournissant une liquidité secondaire. Paradoxalement, si la crise a dramatiquement affecté leurs capacités d'intervention par la réduction des lignes de liquidité qui leur étaient accordées par les banques, leur levier était vraisemblablement moindre que certains établissements de crédit sur les produits *subprimes*, et ils ont dans certains cas réussi à anticiper la dégradation du marché. **Les autorités européennes gagneraient à s'associer, de manière coordonnée**, aux réflexions actuelles menées aux États-Unis sur la transparence de leurs opérations, l'harmonisation des règles prudentielles et de supervision qui pourraient leur être appliquées. Par ailleurs, les acteurs de marché ayant les contacts les plus fréquents avec les *hedge funds* devraient être encouragés et récompensés, en termes de ratio prudentiels applicables, à traiter avec ceux qui démontrent une capacité de mise en œuvre des meilleures pratiques en matière de transparence, de gouvernance, de gestion des risques et de valorisation d'actifs ;
- Les **rehausseurs de crédit** (« *monolines* ») ont été sévèrement affectés par la crise des *subprimes*, notamment à travers l'encours de dérivés de crédit (CDS de CDO) qu'ils portent, estimé à 125 Mds$ pour un total d'actifs garantis de 2 500 Mds$. L'enjeu des discussions menées actuellement sous l'égide de la Réserve Fédérale sur le partage

des pertes correspondantes entre banques et *monolines* ou leur étalement dans la durée, est clé, compte tenu de la base limitée de leurs capitaux (30 Mds$) ;

- La crise, et par-dessus tout les besoins de recapitalisation de nombreuses institutions financières américaines qui en ont résulté, ont souligné le **rôle des investisseurs de long terme**. Seuls des acteurs peu régulés, comme les fonds souverains ou de *private equity*, sont libres de leurs mouvements dans le secteur des actions, alors que des contraintes réglementaires imposées aux autres investisseurs institutionnels traditionnels ont beaucoup bridé leur activité et leur appétence pour ce type de risque ;
- Le cadre réglementaire mériterait d'être revu pour que les **systèmes d'épargne longue, notamment retraite, en Europe, jouent à nouveau un rôle structurant sur les marchés des actions**. De récentes restructurations d'entreprises ont également attiré l'attention des marchés sur l'importance pour toute société de connaître ses actionnaires finaux.

c) Les conditions de fonctionnement des marchés de gré à gré (OTC)

Les marchés de gré à gré ne sont pas, par définition, soumis aux règles de transparence qui s'appliquent aux marchés réglementés. Or, les récentes directives européennes, associées à la restructuration des bourses en acteurs démutualisés, concurrents des *brokers*, ont paradoxalement favorisé la fragmentation des opérations financières et de la liquidité sur ces marchés. Une recentralisation de l'information sur l'ensemble des négociations permettrait un meilleur processus de formation des prix et réduirait les incertitudes générées par la multiplication des plateformes d'exécution.

Abordée dans le rapport du FSF, une telle initiative est indispensable à un fonctionnement équitable et ordonné du marché et pourrait permettre une meilleure transparence sur les transactions. Toutefois, elle se heurte aux antagonismes entre les banques (concurrentes des marchés organisés sur les transactions) et les bourses de valeur (qui contrôlent les infrastructures nécessaires).

Confrontée à des problèmes d'exécution de transactions sur CDS dès 2005, la Réserve Fédérale a pris les devants en « sponsorisant » la création d'une telle infrastructure. A défaut d'un accord – peu probable – entre les banques et les bourses de valeurs sur le sujet en Europe, une initiative coordonnée sous l'égide de la BCE et en liaison étroite avec son homologue américain pourrait s'avérer nécessaire.

d) Les ventes à découvert

Bien qu'utilisée principalement comme stratégie de couverture ou d'arbitrage, la vente à découvert peut avoir des effets mal perçus. Elle est de fait interdite dans certains cas aux États-Unis si elle a pour objectif de faire baisser artificiellement le prix d'un titre. Plus récemment, cette pratique, alliée à la diffusion de rumeurs, est soupçonnée d'être à l'origine de chutes spectaculaires du prix des actions d'institutions financières, incitant les autorités américaines et britanniques à ouvrir des enquêtes.

e) Les fonds de pension individuels à l'échelle européenne

Les banques et les institutions financières, comme les fonds de pension traditionnels, ne sont plus en mesure de porter une part significative du financement de la croissance économique future.

Il convient donc de saisir l'opportunité, au niveau national comme à l'échelle régionale, de réorienter l'épargne individuelle vers des placements de long terme en actions, par l'intermédiaire d'instruments adaptés aux besoins en termes d'horizon et de protection. Un tel objectif pourrait être atteint par la création de fonds de pension individuels, destinés à être investis prioritairement dans des infrastructures et l'économie productive.

X. L'architecture institutionnelle : les questions liées à la cohérence de la régulation et de la supervision des marchés mondiaux

Les différents organismes de régulation à l'échelle européenne ne sont pas dotés des mêmes pouvoirs. Or le renforcement et l'harmonisation de ces pouvoirs devraient être des préoccupations prioritaires.

a) L'amélioration de l'architecture européenne

La question du renforcement du rôle des comités de niveau 3 regroupant les superviseurs de banques, d'assurances et de marchés de valeurs mobilières est un thème récurrent au niveau européen, tant dans une optique de renforcement des échanges d'information que de convergence des modalités de surveillance prudentielle des grands groupes.

Dans ce but, il apparaît nécessaire de garantir une application harmonisée des textes communautaires en renforçant les dispositions techniques de niveau 3. Ces normes doivent favoriser la convergence des pratiques des superviseurs sur la base d'une interprétation commune des mesures législatives ou réglementaires, sans remettre en cause les textes de niveau supérieur.

Il n'existe pas de comité de niveau 3 chargé des questions comptables mais un organisme privé chargé de donner des avis à la Commission, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). Son organisation et ses moyens devraient être renforcés, comme cela a été convenu lors de la réunion de l'ECOFIN du 7 juillet 2008. De plus, si l'EFRAG réformé, s'avère capable de renforcer son poids et son efficacité, il pourrait jouer un rôle plus important en matière d'harmonisation de la mise en œuvre des normes comptables en Europe.

Enfin, si elle apparaît indispensable, la convergence des dispositifs de supervision bancaire des groupes paneuropéens se heurte aux réticences, encore rappelées l'an dernier, des régulateurs et superviseurs nationaux, même si les grandes banques l'ont

encore appelée très récemment de leurs vœux[13]. Les progrès que l'on peut escompter dans la supervision des groupes d'assurance dans le cadre de Solvabilité II doivent permettre de relancer une dynamique vertueuse en la matière.

b) Le renforcement du dialogue transatlantique et le développement de la concertation internationale

La prise en compte de cette dimension internationale est nécessaire.

Le retour d'un « dialogue transatlantique » est un objectif indispensable d'équilibre coopératif et efficace dans une optique d'harmonisation des conditions de concurrence (« *level playing field* ») sur des points précis. Ce dialogue pourrait se pencher sur un certain nombre de problématiques :

- La convergence, comme un fin en soi, qui doit être étroitement contrôlée dans un cadre assurant la cohérence de toutes les composantes de la régulation et un consensus parmi les parties prenantes ; cela s'applique en premier lieu aux normes comptables ;
- La reconnaissance mutuelle est une nécessité absolue pendant la période, éventuellement longue, précédant la convergence ; ceci est nécessaire, par exemple, pour le régime de titrisation, comme cela a été énoncé au paragraphe 7 du communiqué du Sommet du G-8 de juillet 2008 ; cela s'applique également aux normes comptables, les « IFRS adoptées en Europe » devraient être considérées comme équivalentes aux autres normes de par le monde ;
- Une régulation coordonnée pourrait constituer la meilleure voie d'action dans le contexte transatlantique ; ceci devrait être garanti pour les agences de notations par exemple, comme expliqué dans le présent rapport ;
- Une mise en œuvre simultanée pourrait souvent s'avérer essentielle pour s'assurer que les règles sont mises en place et appliquées de la même manière : c'est typiquement le cas de la régulation prudentielle, et en particulier de Bâle II. Il est par exemple essentiel d'appliquer les mêmes normes pour les actifs de long terme quelles que soient les institutions qui les possèdent (compagnies d'assurances, fonds de pension) ; ceci est également vrai pour les normes comptables : en effet, les divergences entre les normes IFRS et US GAAP ont conduit à des arbitrages réglementaires ;
- Des efforts communs de la part de l'industrie, avec l'éventuel soutien des régulateurs pourraient s'avérer être un instrument très utile pour accroître la qualité et la sécurité des transactions : ceci peut s'appliquer pour la standardisation des produits, pour les

[13] En particulier la contribution de la FBF en vue de la présidence française du Conseil de l'Union européenne (juin 2008), et surtout le *position paper* de la Deutsche Bank (16 juin 2008) qui plaide pour une intégration très poussée du dispositif de surveillance des grandes banques européennes à travers des collèges de superviseurs avec un *consolidating supervisor* fort, pour une gouvernance renforcée en termes de méthodes et de normes sous l'égide du CEBS et la mise à disposition de ressources humaines et techniques et d'expertise à un niveau adéquat. Le *think tank* européen Eurofi a également fourni une contribution sur ce sujet, dans le but d'arriver à un consensus.

codes de conduite pour certains segments de l'industrie ou pour aborder les questions d'infrastructures des marchés de gré à gré.

Ensuite, il est nécessaire d'élargir le débat sur la stabilité financière internationale au-delà du seul G-7. Une possibilité pourrait être d'encourager le FSF à poursuivre ses efforts d'ouverture vers d'autres pays ou de donner plus d'importance au G-20. Au niveau technique, le FSF, tout en gardant une taille raisonnable, devrait être ouvert à tous les pays qui font parti du marché financier mondial. Plus généralement, un meilleur dialogue devrait être développé entre l'Europe, les Etats-Unis, le Japon et d'autres juridictions et centres financiers pertinents comme la Chine, l'Inde et d'autres économies émergentes, au niveau technique mais aussi ministériel.

c) La création d'une structure internationale d'enquêtes contre les abus de marché et la fraude financière (« Interpol financier »)

Au cours des derniers mois, tant la SEC et le FSA pour les marchés de titres que la CFTC pour les marchés de matières premières, ont émis des soupçons de manipulation de cours par ventes à découvert, ou ouvert des enquêtes, suite à des rumeurs de marché.

Ces évènements rendent d'autant plus pertinente la proposition, avancée notamment par l'AMF, de création d'un « Interpol financier » destiné à s'attaquer aux abus de marché et à la fraude financière. De manière plus générale, la complexité croissante des montages juridiques et la localisation quasi systématique de structures comptables dans des centres *off-shore*, à l'occasion des opérations internationales d'arbitrage sur les marchés, rendent nécessaire la mise en place d'outils plus efficaces de lutte contre les fraudes au plan global.

Un accord serait indispensable pour permettre la création d'équipes internationales d'enquêteurs, capables de travailler conjointement pour le compte de plusieurs autorités dans un cadre plus large que le cadre national et ainsi accroître l'effectivité et le caractère dissuasif de leurs investigations. Une définition de critères d'intervention de cette structure est toutefois préalablement nécessaire, afin que celle-ci ne concentre ses efforts que sur les cas de fraudes réellement susceptibles d'affecter les marchés à l'échelle internationale.

XI. Les questions relatives à l'efficacité et à l'efficience de la « surveillance »

La régulation, démarche proactive d'une autorité publique, suppose une action sur le marché par le biais d'instruments juridiques ou incitatifs. Il est cependant faux de penser que la seule alternative à la régulation réside dans la non-régulation et la passivité : il peut être nécessaire de mieux comprendre certains marchés sans pour autant les réguler. Afin de combler une connaissance insuffisante, il peut être utile de construire des systèmes de surveillance afin de mieux connaître aussi bien les mécanismes que les montants en jeu, sous forme agrégée. Cette surveillance peut *in fine* donner lieu à de la régulation, mais cela ne doit en aucun cas être automatique.

a) « Régulation » versus « Surveillance »

La crise financière des *subprimes*, dont les marchés subissent les conséquences et les développements, a révélé de nombreux dysfonctionnements, tant des acteurs de marché que des dispositifs de supervision internes ou externes.

Elle a suscité – et suscite encore – de très nombreuses propositions visant à des modifications, parfois radicales, des règles actuelles. Elle pousse les superviseurs à revoir les exigences en matière de capital requis (qui peuvent avoir des effets procycliques) ou de pourcentage de conservation des risques par les banques dans les opérations de titrisation.

Un consensus se dégage autour des principes suivants :

- Une mise en œuvre adaptée des règles actuelles résultant d'un dialogue entre l'acteur de marché et son superviseur est souvent préférable à l'édiction de nouvelles règles qui sont susceptibles de conduire à de nouveaux arbitrages par les entreprises ;
- Lorsque les réglementations existantes doivent être modifiées afin d'apporter plus de transparence[14] sur les marchés financiers et de limiter les conséquences d'une inévitable procyclicité, l'objectif doit être d'organiser un meilleur équilibre entre des stratégies à court terme et à long terme sur les marchés financiers ;
- Le développement de nouvelles règles ne se justifie que si l'autorégulation a échoué et doit conduire les autorités publiques à promouvoir, au premier chef, des systèmes collaboratifs lorsqu'ils sont possibles : codes de bonne conduite, amélioration du fonctionnement du marché OTC ;
- En matière de supervision bancaire, les banques ne doivent pas oublier que tant le rôle de la banque centrale comme prêteur de dernier ressort que le risque d'un appel à des fonds publics peuvent justifier des contreparties spécifiques touchant tant à leur solvabilité qu'à la nécessité de s'assurer que des dispositions adéquates sont prévues pour faire face à des situations d'illiquidité temporaire et que les codes de bonne conduite soient respectés ; il peut même être fait appel à des systèmes plus rigoureux, où les banques pourraient assumer, après un sauvetage, une part du fardeau lorsqu'elles seraient de nouveau solvables.

Au-delà, pour rendre la régulation plus flexible, il faut jouer efficacement sur le couple régulation / surveillance. Tout ne doit pas être régulé mais ce qui n'est pas régulé doit pouvoir être surveillé. Ainsi, à chaque risque de dérapage significatif identifié, il serait possible de répondre rapidement par un dispositif de régulation adapté, mais aussi à chaque fois que le retour à la normale serait constaté, il serait également envisageable de réduire le champ de la régulation au profit de celui de la surveillance.

[14] La transparence (*transparency*) signifie ici la fourniture au marché des informations pertinentes, par opposition à une diffusion d'informations brutes (*disclosure*) souvent très nombreuses, mais non interprétables directement.

b) Le renforcement des systèmes d'alerte

Il est en premier lieu essentiel que les superviseurs soient dotés des moyens nécessaires en termes humains et techniques pour mieux comprendre les développements des marchés financiers et appréhender, voire remettre en cause, les évaluations des risques des institutions qu'ils contrôlent.

Le partage de l'information entre les régulateurs et superviseurs, mise en perspective dans le cadre plus général de la situation des marchés financiers au niveau macroéconomique, est la substance même d'une bonne appréhension des enjeux de stabilité financière. Les conclusions atteintes devraient ensuite être utilement confrontées avec les vues du secteur privé pour aboutir à un diagnostic. Ce travail, effectué sur le plan global par le FSF mériterait d'être développé à l'échelon européen et organisé par le Conseil économique et financier de l'Union européenne, appuyé par la BCE. Les informations utiles pourraient ensuite être transmises à la Commission ECON du Parlement européen.

Au plan global et en parallèle de la fonction opérationnelle du FSF, il serait utile que le rôle d'observatoire des marchés et de recueil de statistiques de la BRI, conjointement avec le FMI, soit développé pour identifier et alerter, lorsque cela est possible, sur le développement de bulles spéculatives préalables à des crises. Ce travail serait réalisé en partenariat avec l'industrie et les banques centrales de chacun des pays.

c) Les plans de gestion de crise

Les plans de gestion de crise sont recommandés par le FSF et déjà mis en place au niveau européen par le *Financial Services Committee*, en lien avec l'industrie. Ces efforts sont bienvenus et devraient être développés. Néanmoins, pour de bonnes et de moins bonnes raisons, l'expérience montre que chaque crise doit être traitée au cas par cas et qu'aucune formule ne convient pour toutes les situations.

XII. Solvabilité II

Cette question, qui va se poser pendant la Présidence française, est importante pour deux raisons :

- Comme tout nouveau modèle, il prend en compte et anticipe même de nouvelles approches de gestion : en conséquence, le dispositif peut être porteur de risques qu'il convient d'autant plus d'anticiper que les assureurs ne bénéficient pas, en dernier ressort, de la protection des banques centrales ;
- Les réflexions actuelles sur l'évolution de Bâle II, l'évolution des règles de régulation et de supervision bancaires seront nécessairement fortement influencées par le dispositif Solvabilité II qui va s'imposer, car plus moderne.

Un enjeu considérable est celui relatif à la supervision européenne des groupes d'assurances. Par conséquent, il est important d'introduire avec succès ce processus de supervision qui fait partie de la directive Solvabilité II. Les négociations menées sur le sujet

pourraient servir de modèle dans le secteur bancaire : une révision de la directive CRD pourrait ainsi permettre de généraliser le recours aux collèges des superviseurs pour contrôler les groupes bancaires paneuropéens.

Ce processus se met en place dans un contexte où l'on s'éloigne de plus en plus des approches de long terme pour privilégier des approches de court terme. Cette évolution est considérée par beaucoup comme plus sûre, car elle conduit à s'assurer de la maîtrise des risques à l'horizon d'un an. Cependant, elle entraîne mécaniquement un changement radical et profond dans la gestion et rend les dispositifs beaucoup plus sensibles aux crises de court terme et donc potentiellement procycliques. Tel que le modèle est bâti, il apparaît que pour la vérification du respect des règles prudentielles, la voie la plus cohérente imaginée à ce jour est d'appliquer la *fair value* aussi bien sur les actifs que sur les passifs des assureurs, ceci aussi bien sur le court terme que sur le long terme.

En synthèse, sur le plan économique, la question est de s'assurer que le dispositif :

- N'encourage pas le développement d'une gestion financière court-termiste des métiers de l'assurance ;
- Préserve les intérêts de long terme des assurés comme des économies nationales, en autorisant les assureurs à rester des investisseurs de long terme dans les sociétés cotées comme les sociétés non cotées, domaine où ils jouent un rôle très important dans certains pays.

A ce stade, il est toutefois nécessaire de conserver une capacité d'ajustement du dispositif durant la période de mise en œuvre. Le nouveau cadre de Bâle II a déjà montré la capacité de certains grands acteurs du marché à sur-réagir à de nouvelles dispositions réglementaires. Il est donc nécessaire de réfléchir à des instruments de suivi permettant un ajustement rapide des règles lorsqu'elles apparaissent inadaptées.

A la différence de Bâle II, la directive Solvabilité II déléguera à la Commission la possibilité de prendre des mesures d'application et de les amender rapidement (par voie de « comitologie »), si dans la phase d'application des difficultés apparaissent. Par ailleurs, le développement actuel d'une forme de titrisation des produits d'assurance peut présenter des risques dont l'incidence reste à mesurer.

Partie D – Propositions pour l'Europe

L'Europe se trouve à nouveau confrontée à une crise, qui se transforme progressivement en un cycle de crises, et pourrait avoir des conséquences durables et néfastes sur la croissance, sur le niveau de vie des membres les plus défavorisés de nos sociétés, sur le système mondial des échanges et sur l'harmonie des relations internationales. Bien que la crise n'ait pas éclatée sur son territoire, l'Europe en a déjà subi de lourdes conséquences, dues en partie à son manque de vigilance à l'égard des produits de titrisation. L'Europe peut cependant sortir de ce cycle plus vite et plus fort, tout en contribuant à résoudre la crise au plan international, si elle peut démontrer sa capacité à agir efficacement à l'intérieur de ses frontières. Ceci nécessite une volonté politique commune et des moyens d'actions efficaces.

Les recommandations suivantes, qui découlent des précédents chapitres du rapport, n'interfèrent pas avec les travaux en cours au sein des différentes organisations internationales et européennes ; elles suggèrent, alors que la crise continue, de concentrer les efforts dans un certain nombre de domaines et de chercher à établir un ordre de priorité. Elles font référence à l'Europe en tant qu'acteur politique, en prenant en compte la crise dans toutes ses dimensions sans pour autant négliger les responsabilités respectives des autorités nationales et internationales (FMI, FSF, Comité de Bâle, IOSCO, IASB, etc.) qui ont à gérer la crise au niveau global. Mais le degré avancé d'intégration financière en Europe ainsi que son poids sur la scène internationale imposent la prise en compte de la dimension européenne comme une condition inévitable d'efficacité nationale mais aussi internationale. Certaines recommandations concernent uniquement l'Europe, alors que d'autres ne peuvent être abordées que dans une approche globale.

La volonté politique commune doit être de renforcer l'Europe et l'efficience de ses marchés financiers**.** L'Europe doit favoriser l'investissement à long terme et les mesures contra-cycliques, renforcer ses structures communes en donnant plus de poids à une supervision européenne de bonne foi (« *bona fide* ») des activités bancaires, d'assurance et de marché et donc aux comités de niveau 3 (CEBS, CEIOPS, CESR), et fournir à l'ECOFIN les moyens d'orienter au plan politique les efforts réalisés pour sortir de la crise actuelle, ainsi que de mieux se préparer aux défis à venir.

De nouveaux outils apparaissent nécessaires pour aborder la globalisation financière d'une manière large et efficace. Ceci nécessite de reconnaître que toute crise appelle non seulement des réponses, mais aussi des décisions rapides et consensuelles, qui peuvent être obtenues au moyen de « conférences de consensus accéléré », pour restaurer la confiance et favoriser le retour rapide à un fonctionnement normal des marchés financiers. Un tel objectif ne peut être obtenu qu'en étroite coopération avec tous les pays touchés par le cycle de crises. En effet, il est indiscutable qu'en raison de la globalisation des marchés et de l'interdépendance des économies nationales, les crises financières peuvent se répandre de plus en plus rapidement et à une échelle de plus en plus large. On doit admettre qu'aucune question n'est hors de notre portée et que le renforcement de l'efficacité doit tendre vers une véritable harmonisation des normes comptables, de la régulation et de la supervision.

Ces recommandations, qui s'inscrivent dans le cadre de la feuille de route de l'ECOFIN, visent à renforcer l'Europe aussi bien à l'intérieur de ses frontières que sur la scène mondiale.

Elles peuvent être regroupées en sept principes généraux :

- Renforcer le rôle politique clé de l'ECOFIN ;
- Concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy ;
- Fixer des objectifs politiques clairs ;
- Accélérer le processus de décision sur les sujets prioritaires ;
- Mieux se préparer à gérer les crises futures au niveau mondial ;
- Progresser vers la convergence mondiale des normes ;
- Améliorer l'architecture globale de la régulation.

Afin de faciliter la compréhension des recommandations, il a été jugé utile de reproduire ici certains points des parties A, B et C.

I. Une Europe forte

a) Renforcer le rôle politique clé de l'ECOFIN.

Les questions liées aux marchés financiers deviennent des sujets de haute priorité pour les gouvernements et les ministres, et nécessitent de leur part une vision politique explicite. Elles nécessitent d'être traitées de manière cohérente, avec des rapports réguliers sur la stabilité financière (tous les six mois), des bilans ainsi que des plans d'actions à moyen terme (tous les trois ans).

Recommandation 1 – Améliorer l'information sur les questions de stabilité financière au niveau politique – Les questions de stabilité financière sont traitées d'une manière moins structurée que les politiques macroéconomiques ou les directives élaborées sur un sujet donné. Pourtant les crises issues de « bulles financières » ont toutes, depuis des dizaines d'années, soulevé des questions de stabilité financière. C'est la raison pour laquelle le rôle de la « Table de Stabilité Financière », liée au Comité Economique et Financier de l'Union européenne (CEF), devrait être réaffirmé et renforcé, pour que les problèmes soient effectivement débattus avec la BCE et les autres banques centrales.

Un rapport complet devrait être réalisé tous les six mois pour l'ECOFIN, si possible avant les réunions du FSF et du G-7, qui identifierait les risques majeurs et les remèdes possibles.

Recommandation 2 – Développer les débats sur la régulation financière au niveau politique – Les mesures prises en matière financière sont le plus souvent extrêmement techniques. En conséquence, elles font l'objet de discussions de spécialistes et non de débats politiques. Pourtant, ces questions de politique financière dépassent par nature celles de la régulation. Elles pourraient mériter plus d'attention politique et de débats sur les orientations globales et leurs

conséquences économiques, en particulier en ce qui concerne les approches contra-cycliques et de long terme. C'est la raison pour laquelle un « conseil d'orientation » sur ces sujets devrait être tenu par l'ECOFIN, au moins une fois par an, et aussi souvent que nécessaire.

Recommandation 3 – Compléter les rapports officiels par des expertises indépendantes sur les questions prudentielles – Des collèges d'experts indépendants, nommés conjointement par l'ECOFIN, le Parlement européen et la Commission (chacun désignant deux membres), pourraient être mis en place sur des sujets nécessitant une réflexion et des avis indépendants. Présidé par l'un de ses membres, ce collège serait amené à conseiller l'ECOFIN sur des sujets tels que :

- Les principes devant guider la révision de Bâle II et le cas échéant, de Solvabilité II, et plus largement la préparation des futurs accords de Bâle et de Solvabilité, qui pourraient être négociés à la lumière de la crise ;
- Les meilleurs moyens de soutenir l'action des investisseurs européens sur les marchés actions, dans l'intérêt du financement de la croissance à long terme en Europe ;
- Des questions plus techniques comme les avantages et les inconvénients de l'évolution du *reporting* financier, notamment en ce qui concerne l'utilisation de XBRL.

Recommandation 4 – Revoir régulièrement les objectifs politiques des plans d'actions – En Europe, une succession de plans à moyen terme ont été mis en œuvre ces dernières années dans le domaine des services et des marchés financiers, mais les résultats obtenus doivent maintenant être évalués à l'aune de la crise. Plus généralement, le besoin de nouvelles orientations et de nouvelles politiques doit être périodiquement réévalué, en fonction des progrès réalisés et des évolutions de l'environnement. Une approche, qui a déjà été expérimentée avec succès en Europe, a consisté à demander à des personnalités qualifiées et très expérimentées d'effectuer cet exercice de révision des objectifs et de proposer de nouvelles orientations, en relation avec tous les intervenants, et de rendre compte de leurs travaux à l'ECOFIN, voire au Conseil Européen.

Dans le même esprit, il pourrait être décidé qu'une telle révision soit réalisée par un groupe de« sages » pour l'ECOFIN, tous les trois ans.

Recommandation 5 – Améliorer la coordination politique des dispositifs de régulation – Sans créer de nouveaux comités ou de nouveaux processus, une voie possible pour atteindre l'objectif d'une Europe plus forte sur le terrain de la régulation et de la surveillance des marchés, serait de créer les conditions d'un dialogue permanent, sous une forme appropriée, entre le président du Conseil, le président du CEF, les présidents des comités de niveau 3, le président de la commission ECON du Parlement européen, la Commission et le président de la BCE.

b) Concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy

Après de considérables progrès réalisés sur le plan normatif au cours des dernières décennies, le processus de construction de l'Europe économique financière est aujourd'hui en panne. Chaque pays souhaitant légitimement conserver une marge de manœuvre et promouvoir sa propre place financière, le processus d'harmonisation et de coordination s'est considérablement ralenti, réduisant les efforts permettant d'obtenir une réelle efficacité en la matière. Une telle situation affecte la compétitivité de l'industrie financière européenne et l'efficacité de l'Europe en tant qu'acteur politique global. Les recommandations suivantes, qui s'ajoutent aux mesures européennes existantes et aux progrès déjà accomplis, pourraient contribuer à concrétiser les ambitions du processus Lamfalussy.

Recommandation 6 – Harmoniser effectivement la mise en place des mesures de régulation européennes - Les comités de niveau 3 devraient être recentrés sur leur mission essentielle de construction d'une structure européenne homogène en matière de régulation / surveillance. Leur rôle central d'harmonisation devrait constituer la première priorité et ils devraient être dotés des moyens leur permettant de surveiller et de rendre compte de la mise en œuvre uniforme des normes comptables, comme des règles prudentielles par l'ensemble des pays membres. Au minimum, les **groupes financiers paneuropéens** devraient appliquer les mêmes règles. Une telle exigence est nécessaire pour lutter contre la dérive actuelle qui conduit à ne pas avoir un jeu unique de règles ou de normes, mais jusqu'à vingt-sept systèmes différents.

Chaque comité devrait rendre compte une fois par an à l'ECOFIN, lors de l'un de ses « conseils d'orientation » (*Recommandation 3*), des distorsions constatées dans la mise en œuvre des normes ainsi que des mesures correctrices envisagées. Des experts indépendants (*Recommandation 4*) devraient également faire part de leurs avis sur ces sujets.

Recommandation 7 – Exercer une supervision au niveau européen des groupes paneuropéens – Une approche résolue devrait être retenue pour assurer une véritable supervision européenne des banques et des compagnies d'assurance opérant au niveau **paneuropéen**. L'information sur les quelques dizaines de groupes concernés devrait être partagée entre leurs superviseurs respectifs. La première étape doit être de réussir la mise en œuvre du processus de supervision prévu pour Solvabilité II. Il ne s'agit pas d'écarter certains pays pour en privilégier d'autres pour la supervision d'un groupe donné, mais d'organiser un travail en équipe avec un chef de file désigné en fonction de la localisation du siège social du groupe. Le superviseur chef de file devrait être avant tout responsable de définir un plan de travail et de coordonner sa réalisation, en s'assurant que toutes les problématiques pertinentes sont traitées.

Le CEIOPS et le CEBS devraient avoir un rôle clé dans l'organisation et la mise en œuvre de la supervision de chacun des groupes au plan européen.

Recommandation 8 – Promouvoir une supervision coordonnée voire commune des banques et des assurances – Au niveau européen, au-delà des organismes existants s'occupant des conglomérats financiers, des orientations devraient être prises et des encouragements donnés pour favoriser le rapprochement des structures de supervision des banques et des assurances, reconnaissant ainsi la proximité des problématiques (beaucoup de banques ont déjà des activités d'assurance), renforcer leurs moyens et assurer des approches prudentielles cohérentes. A titre préventif, une réunion commune du CEIOPS et du CEBS devrait être convoquée pour identifier les risques liés à la mise en œuvre de Solvabilité II au regard de l'expérience tirée du déploiement de Bâle II.

Une coordination plus étroite, ou une éventuelle fusion, entre le CEBS et le CEIOPS serait souhaitable. Cette proposition ne remet pas en cause pour autant le besoin de liens plus forts entre les différents comités de niveau 3.

Recommandation 9 – Mettre en œuvre un cadre de « surveillance » au-delà de la supervision – La voie suivie aujourd'hui a montré les limites de la régulation, tout comme la capacité des acteurs à circonvenir les règles et à utiliser les techniques d'ingénierie financière pour trouver des espaces de liberté non réglementés où ils peuvent opérer librement. Par conséquent, le cadre actuel de supervision devrait être complété d'un système de surveillance des entités non régulées. La « surveillance » consiste à donner accès à une information suffisante aux régulateurs et aux superviseurs sur les transactions des acteurs du marché réalisées en dehors des marchés organisés. En agissant ainsi, il faut toutefois prendre garde d'éviter de susciter toute attente au sujet d'un « filet de sécurité » qui pourrait être étendu aux entités non-régulées.

Dans ce but, le CEBS, le CEIOPS et le CESR devraient, en coopération avec les banques centrales, présenter un plan commun de surveillance incluant des mesures précises, même si elles ne sont que temporaires, lorsque des risques apparaissent. Une telle approche rendrait possible une régulation uniquement lorsqu'elle s'avère nécessaire. Ce point pourrait utilement nourrir les discussions sur la stabilité financière (*Recommandation 1*) ou la régulation financière (*Recommandation 2*).

c) Fixer des objectifs politiques clairs

Les crises récentes soulèvent périodiquement les mêmes problèmes et illustrent l'échec d'objectifs politiques qui sont réaffirmés après chaque crise et rapidement oubliés. C'est pourquoi il faudrait revenir sur quelques principes importants susceptibles de guider utilement les décideurs politiques. Leur application devrait être régulièrement vérifiée par l'ECOFIN.

Recommandation 10 – Fixer des objectifs politiques clairs et contrôler régulièrement leur application – Parmi ces objectifs devraient être reconnus :

- **Les bénéfices des marchés financiers et de la globalisation**. Il est crucial de soutenir cette industrie essentielle à l'économie moderne. En parallèle, il faut s'assurer de prendre totalement en compte l'impact des comportements de marché et de la régulation sur l'économie réelle. Dans ce contexte, le besoin prioritaire d'encourager l'investissement à long terme doit être réaffirmé, dans un souci de création d'emploi et de compétitivité en Europe, ainsi que l'appelle la stratégie européenne actuelle à long terme ;
- Le besoin d'assurer une **protection appropriée des petits investisseurs**, des emprunteurs, des détenteurs de polices d'assurance, etc. A cet égard, il est essentiel de veiller à ce que les produits financiers qui leur sont proposés présentent un degré suffisant de sécurité, que les banques aient l'obligation de conseiller leurs clients et que tout écart de conduite à l'égard des clients de détail soit traité de manière comparable dans toutes les juridictions, en particulier en Europe ;
- Le besoin **d'assurer une « surveillance » pertinente des marchés et des entités non régulées,** sans chercher à imposer une réglementation qui ne serait pas nécessaire, mais en incitant à une meilleure autorégulation des marchés et de leurs acteurs avec l'objectif d'établir une discipline de marché adaptée aux nouveaux segments avant qu'ils ne présentent des risques pour la stabilité financière ;
- Le besoin de s'assurer que les **politiques mises en œuvre ne sont pas, par elles-mêmes, procycliques** ; ce qui suppose d'avoir conscience de l'importance de certains indicateurs clés comme la croissance des actifs financiers, la liquidité globale, les niveaux de rendement de certaines industries et les rémunérations des activités de marché ;
- Le besoin de s'assurer **que les problématiques nouvelles sont traitées, au bon niveau, dès qu'elles sont identifiées**, avant ou après l'émergence d'une crise. Pour cela, il est nécessaire d'utiliser des moyens concrets comme les « conférences de consensus accéléré » et les collèges d'experts.

II. Une Europe, acteur au niveau mondial

a) Accélérer le processus de décision sur les sujets prioritaires

L'histoire de l'Europe comme la crise financière actuelle, montrent, s'il en était besoin, l'interdépendance des économies des systèmes d'alerte et des dispositifs prudentiels. Une Europe forte et réactive doit savoir défendre ses analyses, renforcer sa sécurité et gagner en efficacité par l'acceptation de cette interdépendance. Elle doit être plus réaliste, par exemple pour la supervision des agences de notation, et plus proactive, en demandant une harmonisation renforcée chaque fois que nécessaire. Toutes les recommandations suivantes ont pour but de limiter, voire même d'empêcher, les effets procycliques identifiés

dans les précédentes parties du rapport comme les raisons majeures de la propagation rapide de la crise.

Recommandation 11 – Favoriser la résolution des problèmes par des « conférences de consensus accéléré » – Les « conférences de consensus accéléré » peuvent fournir un instrument *ad hoc* pour trouver rapidement des solutions à des problèmes spécifiques majeurs. Leurs termes de références devraient être ajustés pour refléter la nature spécifique de la crise financière. La mise en place de ces conférences serait laissée à la charge de l'ECOFIN, qui déciderait au cas par cas et en coopération avec la Commission européenne, qui aurait la responsabilité de ces conférences et qui y participerait (les pays membres uniquement ou également des pays extérieurs à l'Union sur des sujets globaux). L'objectif est d'arriver à des conclusions claires, dans un laps de temps court et contraignant, sous la forme d'une liste de résolutions que les parties s'engageraient à mettre en place et/ou à appliquer sans délai dans leurs juridictions ou institutions respectives.

Il est suggéré d'organiser cinq « conférences de consensus accéléré » pour traiter les questions suivantes (*Recommandations 12 à 16*) qui ont une portée globale mais dont l'Europe pourrait conduire les discussions :

Recommandation 12 – Régler la question de la valorisation des actifs financiers sur des marchés illiquides (première conférence) – Une solution doit être trouvée pour la valorisation des produits financiers sur des marchés illiquides ou très perturbés, avant même que les acteurs de marché, les investisseurs et les arbitragistes reviennent équilibrer l'offre et la demande et qu'une activité normale soit rétablie. C'est une question majeure qui a eu des effets procycliques. Les superviseurs financiers et les régulateurs de marché devraient se réunir avec les normalisateurs comptables pour définir les caractéristiques des situations exceptionnelles sur de tels marchés. Trois options possibles sont ouvertes pour traiter de ce problème.

- Une première solution pourrait être de s'appuyer sur les propositions du CESR pour substituer au *mark to market* des actifs de crédit dans leur *trading book* une mesure de la juste valeur basée sur un « *mark to model* » prenant en compte divers facteurs de risque prescrits par le régulateur (risques de liquidité, de modèle, de contrepartie), sous réserve qu'une transparence suffisante soit obtenue.

- Une deuxième possibilité serait d'autoriser les banques à reclasser des actifs du *trading book* vers une section d'investissements gérés sur la base de *cash flows* à moyen terme.

  Ces deux solutions pourraient être mises en place assez rapidement, bien que la deuxième nécessite un changement des normes comptables IFRS.

- Une dernière option, qui relève d'une autre approche, serait de créer un nouvel instrument, avec des règles prudentielles et des normes comptables spécifiques, qui pourrait aider les banques à gérer certains produits illiquides.

Recommandation 13 – Enregistrer et réguler les agences de notations (deuxième conférence) – Un système cohérent d'enregistrement, de régulation et de surveillance des agences en Europe doit être développé. Un tel système existe déjà aux Etats-Unis, et est en voie de l'être dans d'autres pays touchés par la crise. Sa mise en œuvre rapide est cruciale, et doit être réalisée en coopération étroite avec les autorités américaines.

En dehors des questions relatives à la régulation des agences, il faut s'assurer que le nouveau code de conduite mis en place par l'IOSCO est bien appliqué. De façon plus importante et, toujours en accord avec l'IOSCO, il convient de définir un nouveau standard de contrôle interne applicable aux agences afin de s'assurer que les travaux effectués ont été vérifiés avant la publication des notations. Cette approche semblable à la procédure de revue concurrente interne mise en place par les auditeurs pour leurs travaux, permettrait au-delà d'une supervision accrue, d'améliorer significativement les pratiques professionnelles passées. Enfin, les agences devraient fournir des informations différentes pour les obligations souveraines, pour les obligations d'entreprises et pour les produits structurés et produire des indicateurs de liquidité.

Parallèlement, le cadre réglementaire devrait être élargi afin que des modèles alternatifs à la notation puissent se développer, comme des bases de données communes pour le « *buy side* » qui pourraient aider les gérants de fonds à évaluer le risque de crédit de façon plus efficace et plus objective ; ainsi une concurrence plus grande pourrait se développer sur ce marché.

Recommandation 14 – Lutter contre la procyclicité des mécanismes de rémunération de l'industrie financière (troisième conférence) – Le but n'est pas d'établir un schéma détaillé des rémunérations et du partage des profits dans l'industrie financière car cela limiterait abusivement la liberté contractuelle et encouragerait l'uniformisation du comportement des différents acteurs du marché, qui est une des raisons de la propagation de la crise. L'objectif est de faire pression afin de supprimer les incitations perverses résultant des modèles de rémunération, qui ont contribué à la crise. Une possibilité pourrait être de s'appuyer sur les propositions des banques elles-mêmes, telles qu'elles ont été annoncées récemment par l'*Institute of International Finance* et par quelques institutions individuelles, et de vérifier, si possible avant la fin de l'année 2008, qu'elles établissent des principes stricts et d'application obligatoire pour limiter le caractère procyclique des systèmes de rémunération en vigueur.

Recommandation 15 – Renforcer le contrôle interne (quatrième conférence) – Les mesures prises **–** ou qui devraient être prises - par les banques pour restaurer la confiance dans leur capacité à mener à bien leur stratégie et sauvegarder leurs activités, pourraient inclure une obligation de renforcer leurs rapports trimestriels, sur une période de 18 mois, sur les efforts entrepris pour améliorer la gestion des risques et les procédures de « *reporting* ». Le point clé n'est pas seulement d'identifier correctement les risques mais aussi de les désamorcer pour qu'ils puissent être traités et que l'information soit communiquée.

Des dispositions doivent être prises pour garantir que toute personne identifiant un risque en fasse part suivant un processus qui permette aux dirigeants d'être informés.

L'autorégulation doit être préférée à la régulation externe tout en soulignant que le CEBS et d'autres institutions non-européennes compétentes doivent établir une liste claire d'indicateurs clés. Ces indicateurs doivent porter sur les systèmes de gouvernance et de gestion des risques, comme l'indique le rapport remis par les superviseurs bancaires au FSF, ainsi que sur les situations de rentabilité anormale, afin qu'éventuellement, une régulation puisse être mise en place rapidement en cas de problème.

Recommandation 16 – Renforcer la gouvernance et la gestion des risques (cinquième conférence) – En s'appuyant sur les rapports Cadbury, Bouton et Cromme, un nouveau consensus doit être dégagé sur les critères de compétence et d'indépendance pour la sélection des membres des conseils d'administration ou de surveillance, ainsi que des comités spécialisés de ces mêmes conseils ; et dans le cas des banques, sur leur agrément par les autorités de surveillance, au moins pour certaines fonctions clés.

L'Europe devrait prendre des initiatives dans ce domaine en s'appuyant sur les codes existants et en développant une approche commune.

b) Mieux se préparer à gérer les crises futures au niveau mondial

L'Europe doit étudier les raisons pour lesquelles elle est impliquée dans la crise. Elles tiennent principalement à une mauvaise analyse des risques et à la recherche d'une rentabilité excessive par les banques. L'Europe n'a pas participé jusqu'à présent au déploiement massif de produits toxiques, même si des risques sont attendus sur certains marchés immobiliers européens.

Recommandation 17 – Réduire la procyclicité des exigences réglementaires en capital – Des initiatives fortes devraient être prises pour inciter à une approche contra-cyclique des exigences en capital. Il faudrait les augmenter, si possible progressivement, en fonction de critères exogènes (par exemple en période d'exubérance) ou endogènes (rentabilité exagérément élevée des capitaux propres, augmentation des actifs, etc.). Cette démarche ne s'appliquerait qu'en Europe, où certaines activités sont régulées, ce qui n'est pas le cas aux Etats-Unis.

Pour les banques européennes, les exigences de capital ne doivent pas augmenter en période de crise au-delà de ce qui est strictement nécessaire pour restaurer la confiance, c'est à dire les attentes du marché. Autrement cela ne ferait qu'aggraver le risque d'un assèchement de la liquidité. Toutefois, le recours à des véhicules hors bilan de financement structuré pourrait être limité si nécessaire.

Le succès d'une telle démarche dépendra notamment des choix qui seront faits lors de la mise en œuvre du pilier 3 de Bâle II et de Solvabilité II, c'est-à-dire à l'occasion de la publication des calculs de besoins réglementaires en capital des institutions financières. Ceux-ci pourraient s'avérer difficilement réconciliables avec les comptes produits sur la base de normes qui laissent une place nettement plus importante à la valorisation au « *mark to market* ». Cette question pourrait être examinée par un collège d'experts.

Recommandation 18 – Permettre à tous les acteurs du marché d'opérer sur la base de règles cohérentes – Dans le contexte actuel de réduction de l'effet de levier et de ventes massives d'actifs, les acteurs de marché pâtissent encore de distorsions de réglementation en matière de fiscalité, de normes comptables ou d'exigences en capitaux réglementaires qui sont toujours traditionnellement définies par secteur (banques, assurances, gestionnaires de FCP, fonds de pension). Des efforts devraient être réalisés pour permettre à l'ensemble de ces acteurs d'opérer sur la base de règles similaires ou cohérentes et pour rééquilibrer les conditions de marché, afin de redonner une capacité d'agir aux acheteurs et de s'assurer qu'un juste prix peut être fixé pour tous les actifs sur la base de leur valeur intrinsèque.

Pour cette raison, il est également essentiel qu'aboutissent les discussions entre les banques et les rehausseurs de crédits sur le partage des pertes attendues. Les dirigeants européens et américains devraient envoyer un message politique fort sur ce point afin que toutes les négociations entre les acteurs de marché soient conclues dès que possible.

Tout doit être entrepris pour supprimer les déséquilibres de marché et créer un terrain équitable (« *level playing field* ») permettant aux actifs d'être valorisés correctement.

Recommandation 19 – Prendre part aux débats récents sur les marchés de matières premières – Les effets de volatilité à court terme d'afflux massifs de liquidités sur les marchés à terme des matières premières soulèvent une série de questions pressantes sur leurs effets potentiels sur les marchés physiques. La question posée de ralentir la croissance à long terme des prix des matières premières est cependant délicate, car cette augmentation est principalement liée au niveau des réserves physiques, très difficile à estimer avec précision au niveau mondial. Au delà même de ce problème, l'accès inégalitaire des investisseurs financiers aux marchés de gré à gré des matières premières pour des raisons de protection contre l'inflation est un sujet qui doit être clarifié et résolu.

Le Parlement européen devrait se saisir de la question des mouvements récents des prix des matières premières, qui font partie intégrante du cycle de crises.

Recommandation 20 – Créer des plans européens d'épargne retraite individuelle - L'opportunité, au niveau national mais aussi régional, doit être saisie de réorienter l'épargne de la population vers des investissements à long terme et

en actions, *via* des canaux adaptés à leurs besoins en termes d'horizon et de protection. Ceci pourrait être réalisé par la création de plans européens d'épargne retraite individuelle, dont les principaux objectifs seraient la protection des intérêts des épargnants et l'investissement dans les infrastructures et l'économie productive.

c) Progresser vers la convergence mondiale des normes

Un objectif légitime serait un processus de convergence qui conduirait, lorsque cela est possible, à un ensemble de règles uniques au niveau mondial dans tous les domaines de la régulation de marché. Comme le montre l'expérience passée, un tel processus est souvent long et imprévisible : il est donc indispensable de s'assurer qu'il est bien sous contrôle d'un point de vue institutionnel et qu'une période de transition est correctement ménagée. A cet égard, l'objectif essentiel est d'assurer au minimum la cohérence des normes qui s'appliquent sur les principaux marchés, en se basant sur un principe clairement défini de « reconnaissance mutuelle », et dans tous les cas de s'assurer qu'une réelle situation équitable (« *level playing field* ») soit en place pour les sujets-clés.

Recommandation 21 – Faire converger les approches de régulation - L'ensemble des entités et activités susceptibles de créer un risque systémique devrait faire l'objet d'une même approche prudentielle. Cela devrait être appliqué à toutes les formes d'offre de crédit, y incluant les activités désintermédiées, qui devraient être régulées. Il convient, en premier lieu, de s'assurer du sérieux de la régulation mise en place aux Etats-Unis pour les banques d'investissement, les *brokers-dealers*, et des divers intermédiaires financiers qui sont à l'origine de la crise des *subprimes*.

En suivant la même approche, il convient de définir la part éventuelle des crédits titrisés qu'une banque ou quasi-banque doit conserver pour garantir le sérieux de sa gestion des risques, de définir des règles – qui restent encore à déterminer - pour les activités des véhicules d'investissement structuré et de détailler plus avant les conditions d'une réelle transparence dans l'information donnée au marché, en rendant possible une meilleure compréhension de la dissémination exacte des risques (voir Partie C, paragraphe III pour d'autres solutions possibles).

Recommandation 22 – Faire converger les normes comptables – Les divergences significatives entre les normes comptables internationales (IFRS) et américaines (US GAAP) devraient être supprimées à court terme, en respectant évidemment les exigences nécessaires dans un tel processus ; à moyen terme, les efforts de convergence de l'IASB et du FASB devraient être soutenus et surveillés. La persistance de différences qui peuvent impacter une concurrence équitable entre les entreprises, voire compliquer la sortie de crise, n'est plus acceptable. Les possibilités d'arbitrage réglementaire doivent être éliminées ou minimisées. Ceci permettra de jeter les bases d'une harmonisation nécessaire de l'information financière qui doit devenir plus lisible, plus juste, plus

comparable et plus facile à utiliser et à comprendre. D'ici là, des accords de convergence, d'application effective devraient être mis en place pour les principales normes comptables utilisées dans le monde, sur la base d'une évaluation approfondie de chacune d'elles.

Recommandation 23 – Faire converger les normes d'audit - Toutes les normes d'audit nationales, notamment celles édictées par le *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) devraient converger vers les normes d'audit internationales (ISA). L'audit légal doit mieux informer sur l'identification des risques. Ceci supposera de traiter de la question de la responsabilité des auditeurs qui semble constituer dans certaines juridictions une contrainte majeure à l'extension du rapport des auditeurs sur les risques. La convergence devrait également être un objectif pour les normes d'indépendance.

d) Améliorer l'architecture globale de la régulation

Recommandation 24 – Amplifier le dialogue transatlantique - Toutes les questions majeures soulevées lors de la crise ne peuvent être traitée de manière pertinente que dans un cadre transatlantique. Il est important de structurer la relation entre l'Europe et les Etats-Unis de manière transparente et organisée, où les discussions se tiendraient à un niveau européen consolidé qui inclurait les comités de niveau 3, sur la base d'un mandat clair et précis donné, et revu périodiquement, par le Conseil ECOFIN. Le but est de créer un véritable « *level playing field* ». Des exemples en ce sens ont été donnés dans d'autres recommandations de ce rapport ainsi que dans une résolution récente du Parlement européen.

Recommandation 25 – Impliquer dans les débats toutes les juridictions pertinentes – Cela signifie développer, au niveau technique mais aussi politique, un dialogue plus étroit entre l'Europe, les Etats-Unis, le Japon ainsi que d'autres économies émergentes ou autorités et places financières concernées comme la Chine ou l'Inde. Au plan technique, le FSF, tout en gardant une taille raisonnable, devrait devenir plus représentatif et inclure les régulateurs concernés des juridictions ayant des secteurs financiers significatifs. Plus généralement, la coopération en vue d'un dialogue mondial devrait aller au-delà des pratiques actuelles de réunions régionales, de programmes de proximité et de mécanismes de liaison comme ceux du Comité de Bâle. Au plan politique, c'est-à-dire ministériel, le G-20 et le Comité du Fonds Monétaire International (CFMI) devraient consacrer une part plus large de leurs délibérations aux questions globales de stabilité financière et fournir des orientations sur les travaux techniques.

Cela souligne l'importance pour l'Europe, l'Eurogroupe et l'ECOFIN, de s'engager dans des dialogues bilatéraux, pour assurer une reconnaissance mutuelle et une meilleure compréhension des différentes législations.

Recommandation 26 – Donner plus de clarté à la globalisation financière, incluant les marchés de gré à gré – La majorité des questions abordées dans ce rapport sont à l'échelle mondiale. Concernant les entités régulées, les conférences de consensus accéléré devraient bien évidemment être organisées à un niveau global pour assurer une convergence et un « *level playing field* ». Pour les zones non régulées de la sphère financière, y compris les marchés de gré à gré et la standardisation des produits, le niveau d'action pertinent est également mondial et l'objectif se situe à moyen terme.

La BCE pourrait examiner les conditions permettant aux marchés de gré à gré de fonctionner avec le même niveau de sécurité et de solidité que les marchés organisés : c'est une condition essentielle d'une plus grande transparence et résistance des marchés. L'utilisation par les banques de plateformes techniques pour les opérations de post-marché (de la confirmation par le *netting/clearing* jusqu'au règlement/livraison) liées aux transactions exécutées en gré à gré devrait en conséquence être encouragée d'un point de vue prudentiel. L'objectif n'est pas de brider ces marchés, mais d'être en mesure de mieux identifier les risques et d'intervenir par une régulation ciblée et donc légère, chaque fois que nécessaire, avant la survenance d'un sinistre.

A tout le moins, il conviendrait de favoriser le développement de plateformes de post-marché et de chambres de compensation, qui pourrait être réalisé à l'initiative des acteurs du marché de gré à gré.

Recommandation 27 – Etendre l'évaluation des risques et les échanges d'information autour du FMI - La première nécessité est de favoriser l'émergence, autour du FMI, d'une chaîne des dispositifs d'alerte visant tous les risques systémiques, tout autant que de discussions approfondies. Le FMI pourrait continuer à produire son excellent rapport d'information tous les trois ou six mois (*Global Financial Stability Report*). Des discussions *ad hoc* pourraient se tenir au sein du CFMI. A cet égard, le recours au « Collège » défini à l'article XII-1 des statuts du Fonds pourrait s'avérer nécessaire. Le FSF devrait être partie intégrante de cette chaine, en complétant les travaux du FMI avec les évaluations publiées par d'autres acteurs. L'Europe doit aussi jouer pleinement son rôle. Un cadre cohérent devrait également être promu au sein duquel les superviseurs des principaux acteurs mondiaux pourraient échanger régulièrement des informations.

Recommandation 28 – Réformer la gouvernance de l'IASB – Les normes comptables internationales ne peuvent être considérées comme responsables en quoi que ce soit de la crise actuelle. Bien au contraire, les IFRS ont favorisé un diagnostic précoce des problèmes financiers. Il n'en reste pas moins que les risques de procyclicité existent, qui sont liés à la combinaison des normes comptables et des règles prudentielles. C'est pourquoi la coordination entre l'IASB et les régulateurs et les superviseurs, notamment bancaires, doit améliorer la cohérence des normes comptables et prudentielles.

Ces objectifs sont reflétés dans la position adoptée par l'ECOFIN le 7 juillet 2008 et devraient être appliqués en pratique. La révision de la constitution de

l'IASC doit permettre de s'assurer que l'organisation est pleinement légitime, responsable, indépendante dans son rôle de normalisateur comptable, tout en respectant ses exigences de compétence, de réactivité et d'efficacité. Les Trustees de l'IASC Foundation ont proposé, juillet dernier, de créer un nouveau *Monitoring Group* incluant les régulateurs et les superviseurs. Le président des *Trustees* devrait s'assurer que les questions d'intérêt public sont bien abordées par l'IASB. Ce dernier point pourrait être utilement complété par une révision du règlement intérieur du *Standards Advisory Council* qui pourrait fonctionner quand cela est nécessaire en formation restreinte, avec les représentants des autorités publiques indépendantes et certains des membres du Conseil de l'IASB.

Recommandation 29 – Chercher, chaque fois que cela est possible, à réduire le nombre de régulateurs au niveau mondial – Sous différentes formes dans de nombreuses juridictions, les régulateurs restent souvent trop dispersés et trop éloignés les uns des autres, mais aussi des « *standard setters* ». Au niveau du G-7, la création du FSF a amélioré la coordination et l'échange d'informations. Des progrès supplémentaires sont souhaitables et devraient être poursuivis.

Recommandation 30 – Créer un « Interpol » financier à l'échelle mondiale - Une structure internationale devrait être créée pour enquêter sur les abus de marché et la fraude financière afin de parer aux risques de manipulations sur les marchés financiers. Elle devrait inclure les juridictions de l'OCDE et celles d'autres pays émergents clés. La définition des critères d'intervention de cette structure est toutefois nécessaire, afin que celle-ci concentre ses efforts sur les cas de fraudes réellement susceptibles d'affecter les marchés à l'échelle internationale.

Annexes

- Annexe – I Lettre de mission du Président
- Annexe – II Composition des groupes de travail
- Annexe – III Personnalités qualifiées
- Annexe – IV Correspondants au sein du gouvernement français
- Annexe – V Auditions et Interviews
- Annexe – VI Liste des propositions du FSF et des initiatives prises dans le cadre du plan d'action de l'ECOFIN et des recommandations du G-7 (version anglaise)
- Annexe – VII Conclusions du conseil ECOFIN du 7 juillet 2008 (Extraits du communiqué de presse)
- Annexe – VIII Communiqué du conseil des ministres du 16 juillet 2008
- Annexe – IX Glossaire

Annexe I – Lettre de mission du Président

LE PRÉSIDENT DE LA RÉPUBLIQUE

Paris, le 28 AVR. 2008

Monsieur, cher René

La crise des prêts hypothécaires à risque de l'été 2007 aux Etats-Unis et l'onde de choc qu'elle a provoquée sur l'ensemble des marchés internationaux ont montré l'insuffisante régulation des activités de marché et de titrisation. Cette crise nous confronte à la fragilité des systèmes financiers et à la menace qu'elle constitue pour nos équilibres économiques nationaux.

La question prioritaire n'est plus d'apprécier la responsabilité des différents acteurs une fois le sinistre intervenu, mais bien d'abord d'éviter de nouvelles crises.

Il nous revient d'identifier quels sont les moyens efficaces de canaliser les effets d'une ingénierie financière qui doit être au service des entreprises, des investisseurs et des épargnants et non à leur détriment.

La France a été une force de proposition dans les réponses à apporter à cette crise financière d'un type nouveau. Au niveau européen, le conseil ECOFIN a adopté une feuille de route en octobre qui constituera le plan de travail de la présidence française de l'Union européenne dans les mois à venir. Au niveau international, le rapport du Forum de Stabilité financière a fourni à la communauté internationale des pistes d'actions pour renforcer la stabilité financière internationale et remédier aux excès qui ont conduit à la crise. Les principales propositions du rapport ont été approuvées par les ministres des finances du G7 réunis à Washington le 11 avril 2008 qui ont demandé à l'ensemble des acteurs de les mettre en œuvre dans des délais rapides.

Une concertation s'impose au niveau européen pour renforcer la stabilité financière et je veux en faire l'un des chantiers de la Présidence Française de l'Union Européenne à compter du 1er juillet 2008.

Monsieur René RICOL
Cabinet Ricol Lasteyrie et Associés
2, avenue Hoche
75008 PARIS

La réforme que vous avez su conduire à la Présidence de l'IFAC afin de favoriser le retour à la confiance après la crise financière de 2001, votre expertise professionnelle et l'estime que j'ai pour votre savoir-faire vous désignent pour éclairer ce travail. Je souhaite que vous constituiez un groupe de travail ouvert à des personnalités internationales de manière à me remettre avant le 15 septembre un rapport qui contribuera à la mise en œuvre de ces orientations.

En particulier, vous devrez vous attacher à évaluer les moyens de renforcer et d'améliorer :

- les normes de transparence des informations diffusées par les institutions financières afin de permettre de rétablir la confiance dans le système financier ;
- la comptabilisation des véhicules hors-bilan ;
- les méthodes de valorisation des instruments financiers en période de crise financière.

Je souhaite que vous puissiez évaluer à cette occasion le caractère pro-cyclique de certaines normes comptables ou prudentielles, qui a pu amplifier les conséquences de la crise.

En outre, il m'apparaît souhaitable que soient étudiés les moyens de renforcer le rôle des conseils d'administration ou de surveillance, des services de contrôle interne et des auditeurs légaux dans la prévention des crises.

Au-delà, la qualité de l'information publique doit être mieux garantie. L'adoption et l'applicabilité de normes comptables et d'audit internationales reconnues, leur neutralité économique, le rôle des comités d'audit, des auditeurs légaux, des agences de notation, leur absence de conflit d'intérêt peuvent et doivent contribuer à l'objectif.

Mme Christine Lagarde, qui s'associera à vos travaux, mettra les services du Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, à votre disposition pour vous appuyer dans vos démarches. Vous pourrez procéder à toutes les auditions et travaux nécessaires qui permettront de dresser un diagnostic précis de la situation, de prendre en compte les effets inédits de cette crise et d'ouvrir les pistes de solutions appropriées qu'il convient de mettre en œuvre.

Je vous prie d'agréer, Monsieur, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Nicolas SARKOZY

Annexe II – Composition des groupes de travail

Différents groupes de travail ont permis l'élaboration du rapport :

Un Groupe Leader,

Composé de personnalités et d'experts internationaux,

Chargé d'organiser les travaux et de procéder aux arbitrages nécessaires.

4 Groupes spécialisés

Constitués pour traiter de sujets particuliers ou techniques :

- un groupe dédié aux questions de supervision et de régulation,

- un groupe d'experts internationaux en matière de gouvernance d'entreprise et de contrôle des risques,

- un groupe d'économistes chargé d'établir un diagnostic de la situation des marchés financiers et d'identifier les nouvelles priorités,

- un groupe plus particulièrement en charge d'identifier la faisabilité des recommandations des groupes de travail et de conduire les auditions et les entretiens avec les experts internationaux et les personnalités qualifiées consultées.

Au total plus d'une centaine d'auditions et d'interviews a été réalisée entre le mois de mai et le mois d'août 2008 – Cf. Annexe V

Group Leader

Présidé par René Ricol

(Par ordre alphabétique)

Ian Ball	Directeur général de la Fédération Internationale des Experts Comptables – IFAC –, Ancien Directeur adjoint du Trésor de Nouvelle Zélande
Jérôme Haas	Directeur adjoint à la Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique – DGTPE
Chuck Horstmann	Managing Partner - Régulation et Politiques Publiques – Deloitte
Jean-Pierre Landau	Sous-gouverneur de la Banque de France
Sylvie Matherat	Directeur de la Stabilité financière de la Banque de France
Tommaso Padoa Schioppa	Président de « Notre Europe » Ancien Ministre de l'Economie et des Finances italien Ancien Président du Comité du Fonds Monétaire International (IMFC) Ancien membre du comité exécutif de la BCE
Olivier Poupart Lafarge	Ancien Directeur général délégué du Groupe Bouygues
Hubert Reynier	Secrétaire Général adjoint de l'Autorité des marchés financiers – AMF
Charles Wyplosz	Professeur l'Institut des Hautes Etudes d'économie Internationale de Genève

Autres participants :

Thomas Carbonel	Co-Rapporteur Directeur adjoint du Pôle d'analyse économique du secteur financier à la Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique (DGTPE)
Laurent Clerc	*Membre permanent* Directeur adjoint du Département de Stabilité financière - Banque de France
Marie-Alexandrine Girolet	Equipe support Assistante personnelle de René Ricol
Michel Laffitte	Co-Rapporteur Inspecteur des finances
Helen O'Reilly	Equipe support Assistante de la Délégation Internationale pour l'Audit et la Comptabilité (DIPAC)
Pascale Ullmo	Coordination des travaux Ricol, Lasteyrie & Associés, Conseiller du Président

Groupes Spécialisés

Mis en place pour traiter de questions spécifiques ou techniques

(Par ordre alphabétique)

- **FG1 – Régulation financière**

Co-présidé par Hubert Reynier et Sylvie Matherat
Rapporteurs : Cédric Jacquat, Direction de la stabilité financière – Banque de France
Catherine Dias, Département de la régulation et des affaires internationales, AMF

Nathalie Beaudemoulin	Directeur adjoint du Département des affaires comptables, Commission Bancaire
Sonia Bonnet-Bernard	Membre du Conseil National de la Comptabilité (CNC) Associée – gérante, Ricol, Lasteyrie & Associés
Blaise Ganguin	Directeur général Europe & Marketing – Standard & Poor's
Yves Nicolas	Associé - gérant – PriceWaterhouseCoopers
Olivier Poupart-Lafarge	Ancien Directeur général délégué du Groupe Bouygues
Philippe Trainar	Economiste en chef – SCOR
Nicolas Véron	Economiste, Research Fellow – Bruegel Group

- **FG2 - Corporate governance**

Présidé par Olivier Poupart Lafarge
Rapporteurs : Thomas Carbonel et Michel Laffitte

Christian Aubin	Ancien Conseiller du Président de BNP Paribas
Jean Cédelle	Directeur de la Conformité - Calyon / Credit Agricole
Jean-Michel Darrois	Avocat, Associé - Darrois, Villey, Maillot Brochier
Mats Isaksson	Directeur de la division des Affaires d'Entreprises de l'OCDE
William Nahum	Membre du Board de l'IFAC, Ancien Président du CSOEC
Jean-Luc Sauvage	Ancien Président du Tribunal de Commerce de Nanterre
David Thesmar	Professeur d'Economie – HEC

- **FG3 – Diagnostic Economique**

Présidé par Charles Wyplosz
Rapporteur : Thomas Carbonel

Economistes consultés :

Christian de Boissieu	Président du Comité d'Analyses Economiques (CAE)
Patrick Bolton	Barbara and David Zalaznick Professor of Business, Finance and Economics – Colombia University
Willem Buiter	Professeur de Politique économique européenne - London School of Economics and Political Science
Xavier Freixas	Professeur d'économie - Université Pompeu Fabra, (Barcelone)
Francesco Giavazzi	Professeur d'économie – Université de Bocconi
Jean-Hervé Lorenzi	Président du Cercle des Economistes, Conseiller du Directoire de la Compagnie Financière Benjamin de Rothschild
Avinash Persaud	Président– Intelligence Capital Ltd

- **FG4 – Priorités et faisabilité**

Co-présidé par René Ricol et Jérôme Haas

Constitué pour valider la faisabilité des propositions du groupe de travail et gérer les relations avec les personnalités qualifiées consultées au plan international sur le rapport final.

Autres participants

Raymond Bethoux	Professeur d'université
Philippe Marchand	Associé – Ricol, Lasteyrie & Associés
Luc Matray	Consultant – Ricol, Lasteyrie & Associés
Jean-François Sablier	Associé – Ricol, Lasteyrie & Associés

Annexe III – Personnalités Qualifiées

Le projet de rapport a été soumis pour avis à différentes personnalités qualifiées au plan international.

Leurs remarques ont été prises en compte dans le rapport final.

Chacune d'entre elle s'est exprimée en son nom personnel sans que la responsabilité de l'organisation, l'institution publique ou privée qu'elle représente ou a pu représenter dans le passé, ne puisse être engagée.

Personnalités Qualifiées

(Par ordre alphabétique)

Jean	**Arthuis**	Sénat	Sénateur de la Mayenne, Président de la Commission des Finances, Ancien Ministre de l'Economie et des Finances
Antoine	**Bernheim**	Generali	Président
Michel	**Camdessus**	Banque de France	Gouverneur honoraire de la Banque de France Ancien Directeur général du FMI
Henri	**de Castries**	Axa	Président du Directoire
Howard	**Davies**	London School of Economics and Political Science	Directeur, Ancien Président de l'Autorité des services financiers britanniques (FSA)
Tsuguoki	**Fujinuma**	IASC Foundation	Trustee Ancien Président de l'IFAC Ancien Président de JICPA
Philippe	**Jurgensen**	ACAM	Président de la Commission de Contrôle des Assurance et des Mutuelles
Jacques	**de Larosière**	BNP Paribas Group	Co-président Ancien Directeur général du FMI Ancien Gouverneur de la Banque de France
Daniel	**Lebègue**	Eurofi	Co-président Président de l'Institut Français des Administrateurs (IFA)
Jean	**Lemierre**	Banque Européenne de Reconstruction et de	Ancien Président

		Développement (BERD)	
Jean-François	**Lepetit**	Conseil National de la Comptabilité (CNC)	Président Ancien Président du CMF Ancien Président de la COB
Didier	**Migaud**	Assemblée nationale	Député de l'Isère, Président de la Commission des finances
Xavier	**Musca**	Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique (DGTPE)	Directeur général
Christian	**Noyer**	Banque de France	Gouverneur
Tommaso	**Padoa-Schioppa**	Notre Europe	Président Ancien Ministre de l'Economie et des Finances italien Ancien Président du Comité du FMI (FMI-C) Ancien membre du Comité exécutif de la BCE
Michel	**Pébereau**	BNP Paribas Group	Président
Michel	**Prada**	Autorité des marchés financiers (AMF)	Président Ancien Président du Comité Technique de l'IOSCO
Onno	**Ruding**	Centre d'Etude des Politiques Européennes (CEPS)	Président Ancien Ministre des Finances des Pays Bas
Stavros	**Thomadackis**	Public Interest Oversight Board (PIOB)	Président
Sir Nigel	**Wicks**	Euroclear	Président du Directoire
Gerrit	**Zalm**	IASC Foundation	Président des Trustees – Ancien Ministre des Finances des Pays Bas

Annexe IV – Correspondants au sein du gouvernement français

Correspondants au sein du gouvernement français

- **Présidence de la République**

François Perol	Secrétaire général adjoint
Bernard Delpit	Conseiller pour les affaires économiques

- **Cabinet du Premier Ministre**

Antoine Gosset-Grainville	Directeur adjoint de cabinet
Delphine d'Amarzit	Conseiller pour les affaires économiques et sociales

- **Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi**

Stephane Richard	Directeur de cabinet
Emmanuel Moulin	Directeur adjoint de cabinet
Franck Saudo	Conseiller

- **Secrétaire d'Etat aux Affaires européennes**

Benoît de la Chapelle Bizot	Directeur de cabinet
Thomas Lambert	Conseiller technique

- **Représentation permanente de la France auprès de l'Union européenne**

Pierre Sellal	Représentant permanent, Ambassadeur

Annexe V – Auditions et interviews

Autres personnalités entendues ou interviewées

Svein	**Andresen**	Financial Stability Forum	Secrétaire Général
Jean	**Azéma**	Groupama S.A.	Directeur Général
Christian	**Babusiaux**	Cour des Comptes	Président de la Première Chambre
Bertrand	**Badré**	Calyon - Crédit Agricole / CIB	Directeur financier - Groupe
René	**Barbier de La Serre**	Edmond de Rothschild Private Equity Partners SAS	Président du Conseil de Surveillance, Ancien Président du CMF
Nicolas	**Baverez**	Gibson, Dunn & Crutcher LLP.	Avocat, Economiste
Dominique	**Bazy**	UBS	Vice Président Europe
Claude	**Bébéar**	Axa	Ancien Président Directeur général
Ian	**Bell**	Standard & Poor's	Head of European structured finance ratings
Pervenche	**Berès**	Parlement Européen	Députée, Présidente de la Commission des affaires économiques et monétaires
Gonzague	**de Blignières**	Barclays Private Equity Europe	Co-président
Philippe	**Bordenave**	BNP Paribas Group	Directeur financier
Paul V	**Boyle**	Financial Reporting Council	Directeur général
René	**Carron**	Crédit Agricole	Président
Jaime	**Caruana**	International Monetary Fund (IMF)	Conseiller – Directeur du Département des marchés monétaires et financiers Ancien Gouverneur de la Banque d'Espagne

Christopher	**Cox**	Securities and Exchange Commission (SEC)	Président
Philippe	**Danjou**	International Accounting Standards Board (IASB)	Membre du Board
Medhi	**Dazi**	Paris International Investment	Président
Michèle	**Debonneuil**	Inspection Générale des Finances	Inspecteur général des finances
Firmin	**Del Valle**	International Federation of Accountants (IFAC)	Président
Michel	**Didier**	REXECODE	Président
Frédéric	**Drevon**	Moody's	Senior Managing Director and Head of EMEA
Gerald	**Edwards**	Financial Stability Forum	Senior Advisor on Accounting and Auditing Policy
Charles-Henri	**Filippi**	HSBC France	Président du Conseil d'Administration
Jean-Martin	**Folz**	Association Française des Entreprises Privées (AFEP)	President
Thierry	**Francq**	Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique (DGTPE)	Chef du Service du Financement de l'Economie
Pierre	**de Fouquet**	AFIC	Président
Jérôme	**Gallot**	CDC Entreprises	Président
Trevor S.	**Harris**	Morgan Stanley	Vice – Président, Directeur général
Robert	**Herz**	Financial Accounting Standards Board (FASB)	Président
Richard	**Hunter**	Fitch Ratings	Chief Credit Officer
Jean-Pierre	**Jouyet**	Ministère des affaires étrangères et européennes	Secrétaire d'Etat aux Affaires européennes

Yoshihiro	**Kawai**	International Association of Insurance Supervisors (IAIS)	Secrétaire général
Denis	**Kessler**	SCOR	Président Directeur général
Caio	**Koch-Weiser**	Deutsche Bank Group	Vice -Président, Ancien Secrétaire d'Etat des Finances
Henri	**Lachmann**	Schneider Electric	Président du Conseil de Surveillance
Marc	**Ladreit de Lacharrière**	Fimalac	Président Président Directeur général de Fitch Group
Christine	**Lagarde**	Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi	Ministre
Christopher	**Lake**	Standard & Poor's	Senior European Regulatory Counsel
Baron Alexandre	**Lamfalussy**		Ancien Président de l'Institut Monétaire Européen Ancien Directeur général de la BRI
Bernard	**de Lattre**	Fitch Ratings	Directeur général Europe, Asie, Moyen-Orient / Afrique
Jean-Michel	**Laty**	BRED	Directeur général
Pierre	**de Lauzun**	Fédération Française de Banque (FBF)	Directeur général adjoint – Etudes et Activités bancaires et financières
Helman	**Le Pas de Secheval**	Groupama S.A	Directeur financier
James	**Leavy**	Weil, Gotshal & Manges	Avocat
Patrick	**Lefas**	Cour des Comptes	Conseiller Maître
Michel	**Madelain**	Moody's	Directeur général
Jacques	**Maire**	Axa	Directeur des affaires européennes et internationales

Gérard	**de La Martinière**	Fédération Française des Sociétés d'Assurance (FFSA)	Président
Junichi	**Maruyama**	Financial Services Agency / Gouvernement Japonais	Commissaire pour les affaires internationales
Sir Callum	**McCarthy**	Trésor Britannique	Membre du Board Ancien Président - FSA
Patrick	**Ménard**	Société Générale Corporate and Investment Banking	Responsable Monde des financements à effet de levier
Nicolas	**Mérindol**	Caisse Nationale des Caisses d'Epargne (CNCE)	Directeur général
Gérard	**Mestrallet**	GDF Suez	Président et Président Directeur général
François	**Meunier**	Coface	Directeur
Caroline	**Montalcino**	CGEFI	Contrôleur général
Véronique	**Morali**	Fitch Ratings	Vice Président, Membre du Directoire
Tokio	**Morita**	Japanese Financial Services Agency	Director Securities Business Division Supervisory Bureau
Jean-Charles	**Naouri**	Euris	Président
Dominique	**Nicolas**	AFIC	Délégué Général
Hervé	**Novelli**	Ministère de l'Economie de l'Industrie et de l'Emploi	Secrétaire d'Etat chargé du Commerce, de l'Artisanat, des PME, du Tourisme et des Services
Maurice	**Nussenbaum**	CREFIGE	Membre, Co-fondateur de Sorgem Evaluation
Ariane	**Obolensky**	Fédération Française de Banque (FBF)	Directeur général

Valérie	**Ohannessian**	Fédération Française de Banque (FBF)	Directeur général adjoint – Information et Relations extérieures
Yves	**Perrier**	Credit Agricole Asset Management	Président
Fabrice	**Pesin**	DGTPE (Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique)	Sous-directeur en charge de la sous-direction des assurances
Jean	**Peyrelevade**	Crédit Lyonnais	Ancien Président
Nigel	**Phipps**	Moody's	Head of EMEA Regulatory Affairs
Martin	**Power**	European Commission	Chef de cabinet du Commissaire Charlie McCreevy
Gérard	**Rameix**	AMF	Secrétaire général
Jean-Paul	**Redouin**	Banque de France	Sous-gouverneur
Fabrice	**Remon**	Deminor	Associé
Augustin	**de Romanet**	Caisse des Dépôts et Consignations	Directeur général
Frédéric	**Salat-Baroux**	Weil, Gotshal & Manges	Associé, Ancien Secrétaire Général de la Présidence de la République
Jochen	**Sanio**	German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)	Président
Philipe	**Sanlaville**	Exane Asset Management	Président
Xavier	**de Sarrau**	Sarrau, Thomas, Couderc	Avocat & Associé
Patrick	**Sayer**	Eurazeo	Président
Tomokazu	**Sekiguchi**	Japanese Financial Services Agency	Deputy Chief Accountant - Corporate Accounting and Disclosure Division

Alexandre	**Tessier**	AFEP (Association Française des Entreprises Privées)	Directeur général
Jean-Claude	**Trichet**	Banque Centrale Européenne	Président
Jacques-André	**Troesch**	Cour des Comptes	Conseiller Maître, Ancien membre de la Commission de régulation de l'énergie (CRE)
David	**Tweedie**	IASB Foundation	Président
Karel	**Van Hulle**	European Commission	Head of Insurance and Pension funds Unit
Peter	**Wyman**	PriceWaterhouseCoopers	Head of Professional Affairs

(Par ordre alphabétique)

Annexe VI – Liste des propositions du FSF et des initiatives prises dans le cadre du plan d'action de l'ECOFIN et des recommandations du G-7 (Version anglaise)

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
A) Capital requirements				
FSF	The Basel II capital framework needs timely implémentation.	National supervisors	2008	End-2008
FSF	Supervisors will assess the impact of Basel II implementation on banks' capital levels and will decide whether additional capital buffers are needed.	National supervisors, BCBS	2008	
FSF	The BCBS will issue proposals in 2008 to raise capital requirements for certain complex structured credit products such as CDOs of asset-backed securities (ABSs).	BCBS	2008	End-2008
FSF	The BCBS and IOSCO will issue proposals in 2008 to introduce additional capital requirements for credit exposures in the banks' and securities firms' trading books.	BCBS, IOSCO	2008	
FSF	The BCBS will issue proposals in 2008 to strengthen the capital treatment for banks' liquidity facilities to off-balance sheet ABCP conduits.	BCBS	2008	End-2008
PWGFM	The BCBS and IOSCO should review capital requirements for ABS CDOs and other re-securitizations and for off-balance sheet commitments, with a view toward increasing requirements on exposures that have been the source of recent losses to firms.	BCBS, IOSCO		
FSF	Supervisors will continue to update the risk parameters and other provisions of the Basel II framework to ensure that its incentives remain adequate, and will rigorously assess banks' compliance with the framework.	BCBS, national supervisors	2008	
FSF	Supervisors will assess the cyclicality of the Basel II framework and take additional measures as appropriate.	BCBS	2009	
FSF	Insurance supervisors should strengthen the regulatory and capital framework for	National Supervisors,	2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	monolines insurers in relation to structured credit.	IAIS		
B) Liquidity management				
FSF	The BCBS will issue for consultation sound practice guidance on the management and supervision of liquidity by July 2008.	BCBS	July 2008	Mid-2008
G-8 Osaka	Welcomes the imminent release by BCBS of their sound practice guidance on liquidity risk management.	BCBS		
FSF	National supervisors should closely check banks' implementation of the updated guidance as part of their regular supervision. If banks' implementation of the guidance is inadequate, supervisors will take more prescriptive action to improve practices.	National supervisors	2008	
FSF	Supervisors and central banks will examine the scope for additional steps to promote more robust and internationally consistent liquidity approaches for cross-border banks. This will include the scope for more convergence around liquidity supervision as well as central bank liquidity operations.	BCBS, national supervisors, central banks	2008-09	
ECOFIN	The Commission should examine the Basel II / CRD framework for banks' liquidity exposures to ABCP conduits and SPVs.	Commission	Q3 2008	
ECOFIN	Banks should enhance liquidity risk assessment and management by agreeing on robust minimum standards for banks to withstand stressed market conditions.	ECB/BSC, CEBS, Commission	Q3 2008	
IIF	Firms should: • Have an agreed-upon and well communicated strategy for day-to-day liquidity risk management, approved by the Board of Directors and executed by an effective management structure; • Establish robust methodologies to monitor	Financial institutions		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	and manage their funding strategies – by currency, maturity and jurisdiction, among other categorizations, given the importance of the analytical framework.			
IIF	Liquidity regulation should be based on qualitative risk-management guidance, rather than specific quantitative requirements	BCBS, national supervisors		
IIF	• Exposure to structured finance vehicles such as conduits should be captured in liquidity planning, disclosure and management; • Good liquidity-risk management requires the inclusion of formal contingent obligations to off-balance sheet vehicles, and a clear appraisal of the potential impact of supporting such vehicles; • Firms' risk-management and governance procedures should carefully assess all material potential exposures to securitization products and formal commitments to off-balance sheet vehicles, including exposures to guarantors of transactions (such as monolines insurers); • There should be a periodic look-through analysis of securitized assets, providing the firm with early-warning signals of deterioration in underlying assets or other emerging securitization risks	Financial institutions		
C) Supervisory oversight of risk management, including of off-balance sheet entities				
FSF	National supervisors will use the flexibility within Basel II to ensure that risk management, capital buffers and estimates of potential credit losses are appropriately forward-looking and take account of uncertainties associated with models, valuations and concentration risks and expected variations through the cycle. National supervisors will report to the BCBS with a view to ensuring a level playing field and the BCBS will share its findings and	National supervisors, BCBS	2008-09	Mid-2008

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	actions with the FSF.			
FSF	Supervisors will strengthen guidance relating to the management of firm-wide risks, including concentration risks.	BCBS, national supervisors	2008-09	Mid-2008
ECOFIN	The Commission should examine the need for a wider concept of concentration risk, including wholesale and interbank markets and intra-group exposures.	CEBS, Commission	Q3 2008	
PWGFM	Regulators should adopt policies that provide incentives for financial institutions to hold capital and liquidity cushions commensurate with firm-wide exposure (both on and off-balance sheet) to severe adverse market events. These cushions should be forward looking and adjust appropriately through peaks and valleys of the credit cycle.			
FSF	Supervisors will strengthen stress testing guidance for risk management and capital planning purposes.	BCBS, national supervisors	2008-09	Mid-2008
FSF	Supervisory guidance will require banks to manage off-balance sheet exposures appropriately.	BCBS, national supervisors	2008-09	Mid-2008
FSF	Supervisors will issue guidance to strengthen risk management relating to the securitization business.	BCBS, national supervisors	2008-09	Mid-2008
FSF	Supervisors will strengthen their existing guidance on the management of exposures to leveraged counterparties.	National supervisors	2008-09	Mid-2008
PWGFM	Regulators should enhance guidance related to pipeline risk management for firms that use an originate-to-distribute model.			
PWGFM	Strengthen global financial institutions risk management practices: • Global financial institutions should promptly identify and address any weaknesses in risk	Financial institutions, national supervisors, US banking		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	management practices that the turmoil has revealed; • The PWGFM will support formation of a private-sector group to reassess implementation of the Counterparty Risk Management Policy Group II's (CRMPG II) existing guiding principles and recommendations regarding risk management, risk monitoring, and transparency, and to modify or develop new principles and recommendations as necessary to incorporate lessons from the recent turmoil, including lessons regarding valuation practices; • Supervisors of global financial institutions should closely monitor the firms' efforts to address risk management weaknesses, taking action if necessary to ensure that weaknesses are addressed; • U.S. banking regulators and the SEC should promptly assess current guidance and develop common guidance to address the risk management weaknesses revealed by the recent market turmoil. • U.S. authorities should encourage other supervisors of global firms to make complementary efforts to develop guidance along the same lines.	regulators, SEC		
IIF	Financial institutions should implement the recommendations set out in the July's report concerning risk management, including governance and risk culture, risk appetite, the role of the chief risk officer, risk models and integration of risk-management areas, securitization and complex structured products, stress testing.	Financial institutions		
FSF	Regulators of institutional investors should strengthen the requirements or best practices for firms' processes for investment in structured products.	National regulators	2009	End-2008
ECOFIN	The Commission should assess the level of risk management standards in non-bank	CESR, CEIOPS,	Q3 2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	investors, particularly in relation with illiquid assets	Commission		
FSF	Regulators and supervisors should work with market participants to mitigate the risks arising from remuneration policies.	National regulators, Supervisors	2008	
ECOFIN	The Commission should examine the incentive structures in credit markets and the implications of the OTD models of banks for credit markets	ECB/BSC, CEBS, Commission	Mid-2008	
IIF	Firms should: • Base compensation on risk-adjusted performance, and align incentives with shareholder interests and long-term, firm-wide profitability; • Ensure that compensation incentives do not induce risk taking in excess of the firm's risk appetite; • Align payout with the timing of related risk-adjusted profit; • Take into account realized performance for shareholders over time in determining severance pay;	Financial industry		
	Make the approach, principles and objectives of each firm's incentives program transparent to stakeholders.			
D) Operational infrastructure for OTC derivatives				
FSF	Market participants should amend standard credit derivative trade documentation to provide for cash settlement of obligations stemming from a credit event, in accordance with the terms of the cash settlement protocol that has been developed, but not yet incorporated into standard documentation.	Market participants	2008	
FSF	Market participants should automate trade notations and set rigorous standards for the accuracy and timeliness of trade data	Market participants	2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	submissions and the timeliness of resolutions of trade matching errors for OTC derivatives.			
FSF	The financial industry should develop a longer-term plan for a reliable operational infrastructure supporting OTC derivatives.	Financial industry	2008	
PWGFM	Enhance the OTC derivative market infrastructure: • Supervisors should insist that the industry promptly set ambitious standards for the accuracy and timeliness of trade data submission and the timeliness of resolutions of trade matching errors for OTC derivatives; • Supervisors should urge the industry to amend standard credit derivative trade documentation to provide for cash settlement of obligations stemming from a credit event in accordance with the terms of the cash settlement protocol that has been developed but not yet incorporated into standard documentation; • Supervisors should ask the industry to develop a longer-term plan for an integrated operational infrastructure supporting OTC derivatives.	Financial Industry, Federal Reserve, SEC		
E) Risk disclosures by market participants				
FSF	The FSF strongly encourages financial institutions to make robust risk disclosures using the leading disclosure practices summarized in this report, at the time of their upcoming mid-year 2008 reports.	Financial institutions	Mid-2008	Mid-2008
G-8 Osaka	Welcomes the steps national supervisors have taken to encourage better disclosure by financial institutions in their mid-year reports.	National Supervisors		
ECOFIN	Financial institutions should fully and promptly disclose on- and off-balance sheet risk exposures, depreciations and losses.	Financial Institutions	Mid-2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
ECOFIN	The Commission should consider complementary guidelines on disclosure of types and amounts of securitization exposures, significant individual transactions and SPVs.	Commission, CEBS	Mid-2008	
ECOFIN	The financial industry is to organize comprehensive, frequent statistical data on credit markets for supervisors.	Financial industry, Commission	Mid-2008	
FSF	Going forward, investors, financial industry representatives and auditors should work together to provide risk disclosures that are most relevant to the market conditions at the time of the disclosure.	Financial industry representatives, auditors	2008	
FSF	The BCBS will issue by 2009 further guidance to strengthen disclosure requirements under Pillar 3 of Basel II.	BCBS	2009	End-2008
IIF	• Firms should ensure that their disclosure provides a sufficient overview of their current risk profiles and risk management processes and highlights key changes (from previous periods) to their current risk profile – including their securitization activities. This overview should balance qualitative and quantitative information to provide a useful view of firms' risk positions and perspectives on risk strategy ; • Firms' disclosures should include substantive quantitative and qualitative information about the valuation process, to enhance further transparency; • Firms should actively participate in efforts with the official sector and standard setters to develop meaningful and comparable disclosures on valuation uncertainties and sensitivities, with a materiality threshold to limit information overload; • Firms should ensure appropriate disclosure of qualitative and quantitative information about their liquidity risk management practices, and provide meaningful disclosure	Financial institutions		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	for material funding requirements for off-balance sheet vehicles.			
F) Accounting and disclosure standards for off-balance sheet entities				
FSF	The IASB should improve the accounting and disclosure standards for off-balance sheet vehicles on an accelerated basis and work with other standard setters toward international convergence.	IASB	2008-09	Initiate in id-2008
G-8 Osaka	Calls on the IASB to accelerate its reviews of accounting issues around off-balance sheet entities	IASB		
G-8 Osaka	Calls for continuing efforts by financial firms to improve disclosure and risk managements practices, and to enhance their capital base as needed.	IASB, financial institutions		
PWGFM	• Authorities should encourage FASB to evaluate the role of accounting standards in the current market turmoil. This evaluation should include an assessment of the need for further modifications to accounting standards related to consolidation and securitization, with the goal of improving transparency and the operation of U. S. standards in the short-term. • Authorities should encourage FASB and IASB to achieve more rapid convergence of accounting standards for consolidation of ABCP conduits and other off-balance sheet vehicles.	FASB, IASB		
IIF	Accounting concerning structured products should be clear and consistent, without significant divergence between accounting and financial reporting standards (particularly IFRS and US GAAP). Given the global nature of the structured-product industry, endorsement from standard setters and regulators of private-sector efforts to standardize market definitions and harmonize disclosure practices is critical.	FASB, IASB		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
G) Valuation				
FSF	The IASB will strengthen its standards to achieve better disclosures about valuations, methodologies and the uncertainty associated with valuations.	IASB	2008-09	
FSF	The IASB will enhance its guidance on valuing financial instruments when markets are no longer active. To this end, it will set up an expert advisory panel in 2008.	IASB	2008-09	Initiate in id-2008
G-8 Osaka	Calls on the IASB to accelerate its reviews of valuation in illiquid markets	IASB		
ECOFIN	• Agree on a common approach to the accounting valuation of illiquid assets; • Ensure the proper functioning of the financial reporting framework by means of clear guidelines on valuation that can be applied consistently across institutions; • Assess the deployment of sound asset valuation standards in non-bank investors.	CEBS, auditors, financial industry and Commission	Mid-2008	
IIF	All relevant parties should engage in a dialogue with both leading accounting standards setters to consider the effects of fair-value accounting and mark-to-market techniques during times of illiquid markets. Such a high-level dialogue is important and could, among other things: • Consider medium-term improvements that might be made on the basis of lessons learned during the market turmoil; • Address concerns about the extent to which current interpretations of mark-to-market requirements may contribute to procyclical effects or market uncertainty ; • Examine suggestions for enhanced valuation methodologies in dislocated market conditions, or to allow assets to be reclassified from “trading” to other categories	IASB, relevant regulators, central banks		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	in accordance with defined conditions if management's judgment is that the trading classification is no longer appropriate while noting that there is no consensus within the industry on either of these suggestions; • Include symmetrical examination of mark-to-market issues with consideration of use of valuation adjustments to reflect liquidity and other risks in good times as well as in downswings.			
FSF	Financial institutions should establish rigorous valuation processes and make robust valuation disclosures.	Financial institutions	2008	
FSF	The BCBS will issue for consultation guidance to enhance the supervisory assessment of banks' valuation processes and reinforce sound practices in 2008.	BCBS	2008	
FSF	The International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), major national audit standard-setters and relevant regulators should consider the lessons learned during the market turmoil and, where necessary, enhance the guidance for audits of valuations of complex or illiquid financial products and related disclosures.	IAASB, major national audit standard setters, relevant regulators	2008-09	
H) Transparency in securitization processes and markets				
FSF	Originators, arrangers, distributors, managers and CRAs should strengthen transparency at each stage of the securitization chain, including by enhancing and standardizing information on an initial and ongoing basis about the pools of assets underlying structured credit products.	Originators, arrangers, distributors, managers and CRAs	2008	
FSF	Originators and issuers of securitized products should be transparent about the underwriting standards for the underlying assets. They should also make available to investors and CRAs the results of their own due diligences.	Originators, issuers	2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
FSF	Investors, and their asset managers, should obtain from sponsors and underwriters of structured credit products access to better information about the risk characteristics of the credits, including information about the underlying asset pools, on an initial and ongoing basis.	Investors and their asset managers	2008	
PWGFM	The PWGFM will engage the private sector to create a committee to develop best practices regarding disclosure to investors in securitized credits, including ABS and CDOs of ABS.	Originators, issuers		
IIF	• Firms involved at all stages of the originate-to-distribute process should apply the same credit due diligences standards regardless of whether assets are to be held on the books or distributed; • Appropriate monitoring and disclosure of the performance of the underlying collateral should be carried out on an ongoing basis ; • For leveraged loans and other corporate obligations, careful attention to basic credit principles is needed, while the risk implications of negotiated terms of lending transactions also require close analysis.	Originators, issuers		
FSF	Securities market regulators will work with market participants to study the scope to set up a comprehensive system for post-trade transparency of the prices and volumes traded in secondary markets for credit instruments.	Securities market regulators, market participants	2008-09	
I) Quality of the rating process				
FSF	IOSCO will revise its Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies by mid-2008.	IOSCO	Mid-2008	Mid-2008
G-8 Osaka / ECOFIN	Welcomes the revised IOSCO code of conduct for CRAs	IOSCO		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
FSF	CRAs should quickly revise their codes of conduct to implement the revised IOSCO CRA Code of Conduct Fundamentals. Authorities will monitor, individually or collectively, the implementation of the revised IOSCO Code of Conduct by CRAs, in order to ensure that CRAs quickly translate it into action.	CRAs, national authorities	2008	End-2008
ECOFIN	The EU should introduce a strengthened oversight regime for CRAs, an enhanced European approach and the objective of strengthening international cooperation to ensure a stringent implementation of internationally approved principles and […] an EU registration system for CRAs.	CESR, Commission	End-2008	
FSF	CRAs should demonstrate that they have the ability to maintain the quality of their service in the face of rapid expansion of their activities, and allocate adequate resources to both the initial rating and to the rating's regular review.	CRAs	2008	
PWGFM	• The CRAs should reform their ratings processes for structured credit products to ensure integrity and transparency. The PWG welcomes the steps already taken by the CRAs […]. • The PWGFM will facilitate formation of a private-sector group to develop recommendations for further steps that the issuers, underwriters, CRAs, and policymakers could take to ensure the integrity and transparency of ratings, and to foster appropriate use of ratings in risk assessment. • PWGFM member agencies will reinforce steps taken by the CRAs through revisions to supervisory policy and regulation, including regulatory capital requirements that use ratings. • The PWGFM will revisit the need for changes to CRA oversight if the reforms adopted by the CRAs are not sufficient to			

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	ensure the integrity and transparency of ratings.			
IIF	CRAs should : • Improve structured product rating reports; • Establish internal processes and monitoring of rating models.	CRAs		
IIF	An external mechanism should be created to develop standards and review rating agencies' internal processes in order to assess their adherence to such standards.	CRAs		
J) Differentiated ratings and expanded information on structured products				
FSF	CRAs should clearly differentiate, either with a different rating scale or with additional symbols, the ratings used for structured products from those for corporate bonds, subject to appropriate notification and comment.	CRAs	2008	End-2008
FSF	CRAs should expand the initial and ongoing information that they provide on the risk characteristics of structured products.	CRAs	2008	End-2008
K) CRA assessment of underlying data quality				
FSF	CRAs should review the quality of the data input and the due diligences performed by originators, arrangers and issuers.	CRAs	2008	End-2008
PWGFM	Credit rating agencies should disclose what qualitative reviews they perform on originators of assets that collateralize ABS rated by the CRA and should require underwriters of ABS to represent the level and scope of due diligences performed on the underlying assets.			
L) Uses of ratings by investors and regulators				

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
FSF	Investors should reconsider how they use credit ratings in their investment guidelines and mandates and for risk management and valuation. Ratings should not replace appropriate risk analysis and management on the part of investors. Investors should conduct risk analysis commensurate with the complexity of the structured product and the materiality of their holding, or refrain from such investments.	Investors	2008	End-2008
PWGFM	• Overseers of institutional investors should require investors (and their asset managers) to obtain from sponsors and underwriters of securitized credits access to better information about the risk characteristics of such credits, including information about the underlying asset pools, on an initial and ongoing basis; • Overseers should ensure that these investors (and their asset managers) develop an independent view of the risk characteristics of the instruments in their portfolios, rather than rely solely on credit ratings;	Investors		
FSF	Authorities should check that the roles that they have assigned to ratings in regulations and supervisory rules are consistent with the objectives of having investors make independent judgment of risks and perform their own due diligences, and that they do not induce uncritical reliance on credit ratings as a substitute for that independent evaluation.	International committees, national authorities	2008 -	
PWGFM	Regulators should review the current use of ratings in regulation and supervisory rules. At a minimum, regulators should distinguish, as appropriate, between ratings of structured credit products and ratings of corporate and municipal bonds in regulatory and supervisory policies			
M) Translating risk analysis into action				

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
FSF	Supervisors should see that they have the requisite resources and expertise to oversee the risks associated with financial innovation and to ensure that firms they supervise have the capacity to understand and manage the risks.	National supervisors	2008	
FSF	Supervisors and regulators should formally communicate to firms' boards and senior management at an early stage their concerns about risk exposures and the quality of risk management and the need for firms to take responsive action. Those supervisors who do not already do so should adopt this practice.	National supervisors and regulators	2008	
FSF	At the international level, the FSF will give more force to its own risk analysis and recommendations, both directly and through the actions of its members, by initiating and following up action to investigate and mitigate risk.	FSF	2008	
FSF	The FSF will establish a mechanism for regular interaction at senior level with private sector participants, including investors and CRAs, for prompting mitigating actions to identified risks and weaknesses.	FSF	2008	
N) Improving information exchange and cooperation among authorities				
FSF	The use of international colleges of supervisors should be expanded so that, by end-2008, a college exists for each of the largest global financial institutions.	National supervisors	2008	End-2008
FSF	Supervisors involved in these colleges should conduct an exercise, by 2009, to draw lessons about good practices.	National supervisors	2009	
FSF	To quicken supervisory responsiveness to developments that have a common effect across a number of institutions, supervisory exchange of information and coordination in the development of best practice benchmarks should be improved at both	National supervisors	2008	End-2008

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	national and international levels.			
FSF	Supervisors and central banks should improve cooperation and the exchange of information including in the assessment of financial stability risks. The exchange of information should be rapid during periods of market strain.	National supervisors, central banks	2008	End-2008
ECOFIN	The Lamfalussy process should be enhanced, including financial supervision	CESB, CESR, CEIOPS, Commission	Up to end-2009	
FSF	To facilitate central bank mitigation of market liquidity strains, large banks will be required to share their liquidity contingency plans with relevant central banks.	National supervisors, central banks, large banks	2008	
O) Enhancing international bodies' policy work				
FSF	International regulatory, supervisory and central bank committees will strengthen their prioritization of issues and, for difficult to resolve issues; establish mechanisms for escalating them to a senior decision-making level. As part of this effort, they will establish timetables for required action and action plans for addressing delayed or difficult issues.	International committees	2008	
FSF	National supervisors will, as part of their regular supervision, take additional steps to check the implementation of guidance issued by international committees.	National supervisors	2008	
FSF	The FSF will encourage joint strategic reviews by standard-setting committees to better ensure policy development is coordinated and focused on priorities.	FSF	2008	
FSF	The FSF and IMF will intensify their cooperation on financial stability, with each complementing the other's role. As part of this, the IMF will report the findings from its monitoring of financial stability risks to FSF meetings, and in turn will seek to incorporate	FSF/IMF	2008	

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	relevant FSF's conclusions into its own bilateral and multilateral surveillance work.			
G-8 Osaka	Looks forward to concrete progress in closer cooperation between the IMF and the FSF on reinforcing early warning capabilities			
P) Central bank operations				
	To meet an increased but uncertain demand for reserves, monetary policy operational frameworks should be capable of quickly and flexibly injecting substantial quantities of reserves without running the risk of driving overnight rates substantially below policy targets for significant periods of time.	Central banks	2008	
FSF	Policy frameworks should include the capability to conduct frequent operations against a wide range of collateral, over a wide range of maturities and with a wide range of counterparties, which should prove especially useful in dealing with extraordinary situations.	Central banks	2008	
FSF	To deal with stressed situations, central banks should consider establishing mechanisms designed for meeting frictional funding needs that are less subject to stigma.	Central banks	2008	
FSF	Central banks should have the capacity to use a variety of instruments when illiquidity of institutions or markets threatens financial stability or the efficacy of monetary policy.	Central banks	2008	
FSF	To deal with problems of liquidity in foreign currency, central banks should consider establishing standing swap lines among themselves. In addition, central banks should consider allowing in their own liquidity operations the use of collateral across borders and currencies.	Central banks	2008-09	
IIF	• Recently developed instruments (such as term auction, securities lending and swap facilities) should be made parts of central	Central banks		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
	banks' toolkits and harmonized further across national systems ; • Central banks should consider providing greater clarity of their roles with respect to market-related liquidity needs ; • Central banks should consider continued expansion and harmonization of eligible central bank collateral, which is increasingly critical to liquidity in an integrated, international market system.			
Q) Authorities will clarify and strengthen national and cross-border arrangements for dealing with weak banks.				
FSF	Domestically, authorities need to review and, where needed, strengthen legal powers and clarify the division of responsibilities of different national authorities for dealing with weak and failing banks.	National supervisors, central banks, governments	2008-09	End-2008
FSF	Internationally, authorities should accelerate work to share information on national arrangements for dealing with problem banks and catalogue cross-border issues, and then decide how to address the identified challenges.	National authorities, BCBS	2008	End-2008
R) Authorities will review and, where necessary, strengthen deposit insurance arrangements.				
FSF	Authorities should agree a set of international principles for deposit insurance systems.	National authorities	2008-09	
FSF	National deposit insurance arrangements should be reviewed against these agreed international principles, and authorities should strengthen arrangements where needed.	National authorities	2008-09	
ECOFIN	The Commission should review the European deposit guarantee schemes	Commission, FSC	End-2008	
S) Authorities will strengthen cross-border cooperation in crisis management.				

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
ECOFIN	The EU should consider how to improve global cooperation between supervisors outside the EU	Commission	End-2008	
FSF	For the largest cross-border financial firms, the most directly involved supervisors and central banks should establish a small group to address specific cross-border crisis management planning issues. It should hold its first meeting before end-2008.	Relevant central banks and national supervisors	2008	
ECOFIN	Implement the MOU on Financial Stability Arrangements; clarify cooperation obligations in crisis situation; conduct an EU wide crisis simulation exercise with adapted tools; clarify the qualification of banking crisis as "a serious disturbance to the economy"; assess the possible extension of the EU directive on winding up of credit institutions	Commission, FSC	Up to end-2009	
FSF	Authorities should share international experiences and lessons about crisis management. These experiences should be used as the basis to extract some good practices of crisis management that are of wide international relevance.	National supervisors, central banks	2008-09	
T) Other developments				
G-8 Osaka	Looks forward to work on mitigating procyclicality in the financial system.	Financial industry, IASB, BCBS		
ECOFIN	Examine rules covering the origination and (miss-) selling of mortgage credit	National Authorities and Commission	End-2008	
ECOFIN	Examine the organization of non-regulated markets	CESR, FSC		

Contributor	Recommendation	Actor	FSF Timeline	G-7 Priorities
PWGFM	Reform key parts of the mortgage origination process: • All states should implement strong nationwide licensing standards for mortgage brokers; • Federal and state regulators should strengthen and make consistent government oversight of entities that originate and fund mortgages and otherwise interface with customers in the mortgage origination process. All states should work towards adopting the principles set forth in the guidance developed by the federal regulators for nontraditional and subprime mortgage lending and ensure that effective enforcement mechanisms are in place to deal with noncompliance with such standards; • The Federal Reserve should issue stronger consumer protection rules and mandate enhanced consumer protection disclosures, including disclosures that would make affordability over the life of the mortgage more transparent and that would facilitate comparison of the terms with those of alternative products. State and federal authorities should coordinate to enforce the rules evenly across all types of mortgage originators.	State authorities and regulators, Federal Reserve		

Annexe VII – Conclusions du Conseil ECOFIN du 8 juillet 2008 (Extraits du communiqué de presse)

Principaux résultats du Conseil

[…]

Par ailleurs, au cours d'une discussion sur la hausse des prix du pétrole, il est parvenu à un accord politique sur la publication hebdomadaire des stocks pétroliers.

*Le Conseil a également adopté des conclusions sur les questions de gouvernance relevant du Conseil des **normes comptables** internationales, et sur des initiatives lancées suite aux turbulences récentes sur les marchés financiers, en particulier en ce qui concerne les questions de transparence et les **agences de notation**, notamment leur enregistrement au niveau européen.*

Version provisoire

POINTS AYANT FAIT L'OBJET D'UN DÉBAT

[…]

HAUSSE DES PRIX DU PÉTROLE

Le Conseil a été informé des intentions de la présidence concernant son rôle, dans sa formation « Affaires économiques et financières » (Ecofin), dans la mise en œuvre des conclusions du Conseil européen des 19 et 20 juin au sujet de l'évolution des marchés pétroliers.

La présidence a présenté une note qui décrit l'organisation envisagée du travail du Conseil ECOFIN au cours des prochains six mois (*doc. 11225/1/08 REV* 1). Les autres formations du Conseil apporteront aussi leur contribution aux travaux.

Le Conseil a procédé à un échange de vues, en parvenant notamment à un accord politique sur la publication hebdomadaire des stocks pétroliers.

Lors de sa réunion de juin, le Conseil européen s'est déclaré préoccupé par la hausse continue des prix du pétrole et du gaz et par les incidences sociales et économiques. Il a invité la présidence, en coopération avec la Commission, à examiner la faisabilité et l'incidence de mesures visant à limiter les effets de la flambée des prix à lui faire rapport avant sa réunion d'octobre.

Une communication de la Commission datant du 13 juin fournit une base de discussion sur la manière dont l'Europe pourra s'adapter dans les prochaines années à des prix du pétrole plus élevés (*doc. 10824/08*).

Parmi les sujets qu'examinera le Conseil Ecofin, en vue des réunions du Conseil européen d'octobre et de décembre, figure :

- Le fonctionnement des marchés, pour ce qui concerne notamment la compréhension des évolutions de prix et les moyens d'amélioration, en particulier s'agissant de la transparence des stocks pétroliers commerciaux ;

- Le rôle des instruments financiers (de la Commission et de la Banque européenne d'investissement) dans l'amélioration de l'efficacité énergétique, dans l'utilisation de sources d'énergie renouvelables et dans l'utilisation de carburants fossiles plus respectueux de l'environnement ;

- Les mesures susceptibles d'atténuer les effets de la hausse des prix du pétrole.

NORMES COMPTABLES INTERNATIONALES – Conclusions du Conseil

Le Conseil a examiné les derniers développements concernant la réforme en cours au sein du Conseil des normes comptables internationales (IASB), et a adopté les conclusions suivantes :

"Le Conseil est conscient des efforts accomplis par les administrateurs de l'IASCF pour améliorer la gouvernance de l'IASCF depuis le dernier examen constitutionnel et pour permettre au Conseil des normes comptables internationales (IASB) de mieux tenir compte de l'intérêt général. Il estime que l'examen actuel de la constitution de l'IASCF est une excellente occasion d'apporter des modifications visant à renforcer encore la légitimité des normes comptables internationales élaborées par l'IASB et à les rendre plus acceptables. Les turbulences financières actuelles illustrent l'importance que revêt l'existence d'un processus solide, légitime et indépendant d'établissement des normes comptables internationales, qui répond à l'intérêt général et soit conforme à l'objectif consistant à garantir la stabilité financière.

Le Conseil accueille avec satisfaction les propositions qui ont été présentées dans ce sens par l'IASCF et estime qu'il convient de poursuivre la réforme de la gouvernance de l'IASCF et de l'IASB et des règles régissant leur responsabilité à l'égard de la population conformément aux principes fondamentaux suivants :

Il convient de renforcer la responsabilité de l'IASCF à l'égard de la population par la création d'un Conseil de surveillance efficace, qui devrait être doté de compétences suffisantes pour assurer le contrôle nécessaire de l'IASCF; il devrait en premier lieu s'assurer que les administrateurs remplissent effectivement leur rôle de contrôle à l'égard de l'IASB, qu'ils participent activement à la sélection des administrateurs et approuvent leur sélection finale. Les membres du Conseil de surveillance devraient en outre pouvoir soumettre à l'examen de l'IASB des questions d'intérêt général, notamment celles liées à la stabilité financière et aux exigences prudentielles et des questions relatives à la stratégie générale. Le Conseil de surveillance devrait ainsi demeurer en étroite relation avec le président du Conseil des administrateurs, qui devrait être chargé, dans le cadre de la constitution de l'IASC, de veiller à ce que tous les avis et toutes les préoccupations des représentants de l'intérêt général soient pleinement pris en compte par le Comité exécutif de l'IASB.

Le Conseil de surveillance devrait être composé d'autorités compétentes responsables de l'intérêt général pour l'adoption et l'approbation des normes comptables dans leur ressort, y compris de l'organisme mondial représentant les autorités responsables de la stabilité financière ou des principales autorités intervenant en matière de stabilité financière. La Commission européenne devra proposer des mécanismes garantissant qu'elle représente la position coordonnée de l'ensemble des institutions et organismes européens compétents, ainsi que des États membres.

L'IASB doit renforcer la transparence et la légitimité de son processus d'établissement de normes, ainsi que du processus de fixation de son ordre du jour, en particulier grâce à des consultations publiques plus systématiques portant sur le programme de travail de l'IASB, notamment sur le programme de convergence IASB-FASB et davantage d'essais sur le terrain. Il convient de renforcer l'efficacité du Comité consultatif de normalisation ; le

rôle des analyses d'impact à réaliser impérativement dans le cadre du fonctionnement régulier de l'IASB devrait être formalisé ; en outre, il pourrait être envisagé d'apporter des modifications aux mandats des membres de l'IASB, notamment de limiter la durée du mandat du président de l'IASB. Les avis des autorités publiques, en particulier de celles chargées de la stabilité financière et de la réglementation prudentielle, devraient être dûment pris en compte dans le processus d'établissement des normes de l'IASB.

La composition de l'IASB devrait refléter un équilibre approprié entre les compétences d'experts concrètes et techniques, ainsi qu'une diversité d'expériences géographiques, afin de contribuer à l'élaboration de normes comptables de qualité à l'échelle mondiale. L'UE, qui est la plus grande entité appliquant les normes d'information financière internationales devrait avoir un rôle qui correspond à son importance.

Le Conseil souligne qu'il est urgent de permettre à l'UE de contribuer davantage, en temps opportun et de manière cohérente, au débat concernant la comptabilité internationale. Par conséquent, il salue les efforts visant à accroître le rôle du Groupe consultatif pour l'information financière en Europe (EFRAG), en particulier en ce qui concerne les contributions en temps opportun à l'établissement de l'ordre du jour de l'IASB. Les modalités de gouvernance de l'EFRAG devraient garantir une représentation équilibrée de toutes les parties prenantes européennes. L'EFRAG devrait établir des procédures efficaces et transparentes garantissant qu'elle œuvre dans l'intérêt général et d'une manière compatible avec la politique de l'UE en matière d'information financière. Le Conseil salue les progrès récemment accomplis afin de réformer dans ce sens la structure de gouvernance de l'EFRAG.

Le Conseil invite instamment toutes les parties concernées à mettre au point ces modalités avant la fin de 2008 et examinera ces questions d'ici là. La réalisation de ces objectifs contribuerait à assurer un financement approprié à la fois de l'IASCF et de l'EFRAG, qui en ont tous deux un urgent besoin.

Le Conseil invite la Commission et le Comité économique et financier à faire régulièrement rapport au Conseil des progrès réalisés en ce qui concerne l'amélioration de la gouvernance de l'IASCF, de l'IASB et de l'EFRAG."

MARCHÉS FINANCIERS – Conclusions du Conseil

Le Conseil a adopté les conclusions suivantes :

"Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation du marché et les progrès réalisés dans la mise en œuvre de la feuille de route sur la crise des marchés financiers en ce qui concerne la transparence du marché et le rôle des agences de notation.

1. Transparence

Le Conseil rappelle qu'il est essentiel, pour restaurer la confiance dans les marchés, que les banques et les autres établissements financiers divulguent rapidement et intégralement leur exposition à des actifs dévalorisés et à des véhicules hors bilan, ainsi que les dépréciations et pertes qu'ils ont subies. À cet égard, le Conseil souligne que les résultats à venir pour le premier semestre doivent être aussi complets, clairs et comparables que possible.

Le Conseil :

- se félicite des rapports du Comité européen des contrôleurs bancaires (CECB), publiés mi-juin 2008, traitant de la transparence des banques en ce qui concerne les activités et les produits touchés par les récentes turbulences du marché, ainsi que des questions ayant trait à l'évaluation des instruments financiers complexes et non liquides;
- note qu'il est nécessaire d'améliorer la cohérence des pratiques bancaires en matière d'information ainsi que d'évaluation de l'exposition et de sa comptabilisation ; se félicite des orientations fournies par le CECB ;
- invite les banques à mettre en œuvre ces orientations, d'une manière conforme à leur exposition et à leur participation aux activités touchées par la crise ;
- invite le CECB et les autorités de surveillance à suivre cette mise en œuvre après la publication des résultats des banques pour le premier semestre et à faire rapport au Comité des services financiers (CSF), au Comité économique et financier (CEF) et au Conseil ECOFIN en novembre.

Le Conseil invite également les organismes de normalisation internationaux à tenir compte, dans leurs programmes de travail, du rapport du CECB sur des questions ayant trait à l'évaluation des instruments financiers complexes et non liquides. Il attend avec intérêt le réexamen par le CECB de ses recommandations sur les pratiques des banques en matière d'information, qui aura lieu en 2009 dans le cadre du troisième pilier de la directive sur les fonds propres réglementaires, ainsi que de ses recommandations en matière d'évaluation et de comptabilité.

Le Conseil se félicite en outre des initiatives prises par le secteur financier afin d'améliorer la transparence pour les investisseurs, les marchés et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières. Il note les engagements pris en vue d'élaborer un guide de bonnes pratiques en matière de communication sur les opérations de titrisation, de publier chaque trimestre un rapport sur les données du marché complété par des informations spécifiques sur le marché secondaire et de mettre en place des initiatives pour améliorer la communication d'information aux investisseurs. Le Conseil invite la Commission à suivre de près la mise en œuvre de ces initiatives et à faire rapport au CEF et au Conseil ECOFIN début septembre.

2. Agences de notation

Le Conseil estime que, compte tenu du rôle central que jouent les notations pour les financements structurés ainsi que de leur rôle dans le cadre du règlement sur les services financiers européens, il est particulièrement important de répondre aux préoccupations qui ont été exprimées dans le contexte de la crise financière en ce qui concerne la transparence du processus de notation, les risques de conflits d'intérêts liés aux modèles de rémunération des agences de notation, les responsabilités et la qualité des notations. Le Conseil souscrit pleinement aux recommandations du FSF dans ce domaine, en particulier pour ce qui est des notations différenciées et d'une meilleure information sur les caractéristiques de risque des produits structurés.

Le Conseil note avec satisfaction que l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) procède à la révision de son Code de conduite au niveau international et il

se félicite des rapports que le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) et le Groupe européen d'experts des marchés des valeurs mobilières (ESME) ont consacrés aux agences de notation.

Le Conseil considère que les modifications apportées au Code de conduite de l'OICV fournissent un point de référence minimum pour les mesures que les agences de notation du crédit devraient prendre afin de répondre aux préoccupations concernant leurs activités sur le marché des produits structurés. Dans ce contexte, le Conseil prend note des mesures complémentaires prises dans ce domaine par les agences de notation pour mieux tenir compte des préoccupations en matière de gouvernance et améliorer la transparence pour ce qui est de la valeur et de la portée de la notation.

Toutefois, le Conseil partage l'avis de la Commission selon lequel les initiatives menées actuellement ne répondent pas pleinement aux défis qui se présentent, que des mesures complémentaires sont nécessaires et que des modifications de la réglementation pourraient l'être.

Le Conseil souscrit à l'objectif visant à mettre en place un système de surveillance renforcé pour les agences de notation et il prend acte, à cet égard, des avis préliminaires de la Commission ainsi que des propositions présentées par le CERVM et l'ESME. Il souscrit à une approche européenne renforcée et à l'objectif consistant à intensifier la coopération internationale pour assurer une application rigoureuse des principes approuvés au niveau international. À cette fin, et sans préjudice de l'examen de son application pratique, le Conseil est favorable au principe envisagé par la Commission selon lequel les agences de notation devraient être soumises à un système d'agrément auprès de l'UE.

Le Conseil souhaiterait également que la concurrence soit renforcée par l'arrivée sur le marché de nouveaux acteurs. Le Conseil souligne que toute autre mesure éventuelle devra tenir compte des principes du Code de conduite de l'OICV et de l'évolution de la situation internationale en matière de surveillance et de réglementation des agences de notation du crédit. Le Conseil attend avec intérêt les propositions concrètes que la Commission présentera à l'automne 2008." […]

Annexe VIII – Communiqué de presse du Conseil des Ministres du 16 juillet 2008

COMMUNICATION **LA RÉGULATION FINANCIÈRE**

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a présenté une communication relative à la régulation financière.

Pour répondre aux tensions sur les marchés, la France a pris un ensemble d'initiatives depuis l'automne 2007. Son action a permis de faire progresser au niveau international plusieurs sujets difficiles : le renforcement des standards internationaux des banques en matière de gestion des risques notamment de liquidité ; la réforme de la gouvernance de l'International accounting standards board (IASB), qui élabore les règles comptables internationales ; la régulation des agences de notation.

Le premier conseil Ecofin sous présidence française, le 8 juillet, a ainsi permis un accord des États membres sur le principe d'un enregistrement européen et d'un contrôle des agences de notation. La directive de stabilité bancaire sera adaptée pour améliorer les règles prudentielles applicables aux risques de liquidité et aux opérations de titrisation. Par ailleurs, une des priorités de la présidence française de l'Union européenne sera d'organiser une supervision plus intégrée et donc plus efficace des groupes financiers transfrontières, en renforçant notamment le rôle des comités européens de superviseurs financiers nationaux.

Durant la crise, le dispositif français de supervision financière a bien fonctionné. La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi propose de le faire évoluer –sans le bouleverser– dans un double objectif de stabilité financière et de convergence des pratiques de supervision au niveau européen.

A cet effet, le Gouvernement va étudier les modalités d'un rapprochement entre la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, tout en préservant l'adossement du contrôle bancaire à la Banque centrale.

Enfin, le rapport qui sera remis en septembre prochain au Président de la République par M. René Ricol devrait permettre de progresser dans la recherche de réponses efficaces aux problèmes de fonctionnement des marchés financiers mis en lumière par les événements actuels.

Annexe IX - Glossaire

Glossaire

(Index des acronymes utilisés dans le rapport, par ordre alphabétique)

- AMF : Autorité des marchés financiers
- ABCP : Asset Backed Commercial Paper
- ABS : Asset Backed Security
- AIE : Agence Internationale de l'Energie
- BCBS : Basel Committee on Banking Supervision (Comité de Bâle)
- BCE : Banque Centrale Européenne
- BRI : Banque des Règlements Internationaux
- BSC : Banking Supervision Committee
- CB : Commission Bancaire
- CDO : Collateralized Debt Obligation
- CDS : Credit Default Swap
- CEBS : Committee of European Banking Supervisors
- CEIOPS : Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
- CEF : Comité Economique et Financier de l'Union européenne
- CESR : Committee of European Securities Regulators
- CFTC : Commodity Futures Trading Commission
- CGFS : Committee on the Global Financial System
- CLO : Collateralized Loan Obligation
- CPDO : Constant Proportion Debt Obligation
- CRA : Credit Rating Agency
- CRMPG III : Counterparty Risk Management Policy Group III
- ECOFIN : Economic and Financial Affairs Council
- ECON : Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament
- EFRAG : European Financial Reporting Advisory Group
- ESCB : European System of Central Banks
- FASB : Financial Accounting Standards Board
- FSF : Financial Stability Forum
- IADI : International Association of Deposit Insurers
- IAASB : International Auditing and Assurance Standards Board
- IASB : International Accounting Standards Board

- IASCF : International Accounting Standards Committee Foundation
- IBF : International Banking Federation
- IESBA : International Ethics Standards Board for Accountants
- IFAC : International Federation of Accountants
- IIF : Institute of International Finance
- IMF : International Monetary Fund
- IMFC : International Monetary Fund Committee
- IOSCO : International Organization of Securities Commission
- IFRS : International Financial Reporting Standards
- ISA : International Standards on Auditing
- LBO : Leveraged Buy-Out
- MBS : Mortgage BackedSecurity
- OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique
- OTC : Over The Counter
- OTD : Originate-To-Distribute
- PCAOB : Public Company Accounting Oversight Board
- PIOB : Public Interest Oversight Board
- PWGFM : (U.S) President's Working Group on Financial Markets
- RMBS : Residential Mortgage Backed Security
- SEC : Securities and Exchange Commission
- SIFMA : Securities Industry and Financial Markets Association
- SIV : Structured Investment Vehicle
- SPV : Special Purpose Vehicle
- US GAAP : US Generally Accepted Accounting Principles