



COMITE DE HAUT NIVEAU POUR UNE NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE

RAPPORT INTERIMAIRE

***LIST OF THE MEMBERS OF THE HIGH LEVEL COMMITTEE
ON A NEW FINANCIAL ARCHITECTURE***

Mr LAMFALUSSY Alexandre, Chairman

Mr CATS Jean-François

Mr GROS Daniel

Mr KIEKENS Willy

Mr LEFEBVRE Olivier

Mr NOELS Geert

Mr PRAET Peter

Mr WYMEERSCH Eddy

Secretariat

Mr KORTLEVEN Jozef, secretary

Mr GUIOT Bruno, deputy secretary

Ms DIDDEREN Delphine

Ms MITCHELL Janet

CONTENU

INTRODUCTION	4
1. MODELE « CREATION ET DISTRIBUTION »	6
1.1. Analyse	6
1.2. Recommandations de politique	8
2. MARCHE DES DERIVES DE CREDIT	9
2.1. Analyse	9
2.2. Recommandations de politique	12
3. AGENCES DE NOTATION	13
3.1. Analyse	13
3.2. Recommandations de politique	15
4. GESTION DU RISQUE	17
4.1. Analyse	17
4.2. Recommandations de politique	20
5. SYSTEME DE REMUNERATION	21
5.1. Analyse	21
5.2. Recommandations de politique	24
6. PROCYCLICALITE	26
6.1. Analyse	26
6.2. Recommandations de politique	30
CONCLUSION	32
ANNEXE I : MANDAT DU COMITE A HAUT NIVEAU POUR UNE NOUVELLE ARCHITECTURE FINANCIERE.....	37
ANNEXE II : LISTE DES ABREVIATIONS	39

INTRODUCTION

Le mandat du Comité est défini comme suit : « Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière fournira des conseils au gouvernement belge au sujet des propositions de renforcement du système financier en vue de prévenir l'occurrence de problèmes futurs de même nature que ceux liés à la crise financière internationale de 2008. Il donnera des avis pour l'amélioration de la gouvernance du système financier à trois niveaux : le niveau belge, le niveau européen et le niveau international. Le Comité préparera un rapport intérimaire pour février 2009 et présentera son rapport final au gouvernement belge avant la mi-2009 ». (Pour le texte complet des termes de référence, voir l'annexe 1).

L'objectif de ce rapport intérimaire est de fournir un avis au Gouvernement belge sur certaines initiatives de réforme, spécifiques mais nécessairement partielles, qui sont déjà à un stade de discussion plus ou moins avancé au niveau européen et au niveau international plus large. Le gouvernement belge aura à prendre position sur ces initiatives dans le courant des prochains mois. Dans le présent rapport intérimaire, le Comité soumet son avis au gouvernement belge sur les sujets suivants :

1. Modèle « création et distribution »
2. Marché des dérivés de crédit
3. Agences de notation
4. Gestion du risque
5. Modèles de rémunération
6. Procyclicalité

Les propositions de réforme sur ces sujets, tout utiles et nécessaires qu'elles soient, n'apporteront toutefois probablement pas une contribution décisive pour prévenir la répétition d'une crise avec des implications systémiques potentielles. Une telle contribution nécessite de traiter certains problèmes fondamentaux liés au manque d'efficacité des dispositions concernant la prévention des crises à chacun des trois niveaux mentionnés ci-avant, ce qui devra déboucher sur de profonds changements institutionnels. La discussion sur ces sujets est toujours dans un état de fluidité et cette situation conduit le Comité à envisager son travail futur en deux étapes.

Le point de départ est la reconnaissance qu'il n'est pas possible de soumettre des propositions raisonnables ou réalistes pour l'amélioration de la gouvernance et de la supervision du système financier belge sans prendre en compte les propositions de réforme et les décisions potentielles aux niveaux européen et international. Dès lors, le Comité se propose de fournir un avis au gouvernement belge dans les prochains mois sur le type de réformes institutionnelles qu'il devrait soutenir durant les discussions en cours à ces deux niveaux (en fonction des progrès réalisés à l'occasion des discussions, ceci pourrait conduire à un deuxième rapport intérimaire formel).

Dans une deuxième étape, le Comité envisagera la question de la réforme institutionnelle en Belgique. Ses conclusions sur le sujet feront partie de son rapport final.

Etant donné l'importance et la sensibilité politique des questions institutionnelles aux niveaux européen et international, le Comité a décidé de déjà mentionner la nature de ses préoccupations dans la partie conclusive du présent rapport intérimaire.

1. Modèle « création et distribution »

1.1. Analyse

La titrisation et le modèle y associé, « création et distribution » (C&D), offre des opportunités pour améliorer la diversification du risque et abaisser le coût de financement des institutions financières. Il permet aussi une meilleure correspondance entre les caractéristiques de risque des actifs et la préférence de risque des investisseurs, y compris la duration, ce qui est important pour le financement de prêts hypothécaires à long terme.

Comparé au modèle d'intermédiation bancaire traditionnel, la titrisation et le modèle C&D dissocie les diverses fonctions à réaliser, créant une chaîne de participants incluant (entre autres) les créateurs, distributeurs, assembleurs, agences de notation et investisseurs. L'impact du processus de titrisation et du modèle C&D sur la stabilité financière dépend de manière cruciale de la question de savoir si les relations entre les participants tout au long de la chaîne de titrisation préservent la discipline et maintiennent des flux d'information adéquats. Durant la dernière décennie, le processus de titrisation aux Etats-Unis et au Royaume Uni a créé des produits structurés de plus en plus complexes, à travers une restructuration multiple des mêmes ensembles sous-jacents des prêts titrisés et un mixage avec des dérivés de crédit. Cette complexité des produits a accru l'opacité et réduit la responsabilisation des participants.

Les créateurs (originators) de prêts hypothécaires de deuxième catégorie (subprime) qui souhaitaient titriser tout ou partie de leurs prêts avaient de faibles incitants à

appliquer des standards de souscription stricts. Leur modèle d'affaires favorise le volume plutôt que la qualité des actifs créés.

Les assembleurs (arrangers) – les banques d'investissement ou les intermédiaires qui rassemblent les actifs dans des ensembles, structurent les flux financiers en tranches et vendent les tranches aux investisseurs – semblent avoir rencontré des pressions similaires en provenance de modèles d'affaires ou de rémunération axés sur le volume et sur l'obtention de profit rapide, indépendamment du risque ultime ou de la performance à long terme des transactions. Ces forces se sont traduites par un affaiblissement des incitants pour les assembleurs à procéder à des opérations de vérification vis-à-vis des créateurs ou à collecter et à diffuser l'information aux investisseurs à propos du risque lié aux actifs sous-jacents.

Produits. La restructuration séquentielle des risques titrisés, par laquelle les tranches intermédiaires des titrisations basées sur des crédits hypothécaires de deuxième rang ont souvent été recyclées en nouveaux produits structurés, a en outre contribué à dissimuler le vrai risque du crédit sous-jacent.

Les avantages de la titrisation suggèrent que le modèle C&D peut être préservé. La structuration et meilleure correspondance du risque est utile, en particulier, pour faciliter le financement de prêts à long terme à taux fixe, y compris les prêts hypothécaires. Toutefois, des changements structurels sont nécessaires pour relancer l'activité tout en supprimant le risque de nouvelle instabilité. Ces changements devraient être guidés par une réglementation basée sur des principes, qui soit complétée par des standards de marché.

1.2. Recommandations de politique

- a) Il faut appliquer des standards de marché stricts et, le cas échéant, des restrictions réglementaires pour obtenir :*
- (1) une simplification radicale des produits, y compris un accroissement de l'homogénéité des actifs, pour faciliter l'évaluation du risque et l'interdiction de restructurations séquentielles d'actifs déjà structurés ;*
- (2) une information meilleure et plus rapide, portant à la fois sur la nature du risque associé aux ensembles d'actifs sous-jacents et sur leur performance temporelle, de même qu'une communication standardisée de cette information¹.*
- b) La responsabilité de tous les participants à la chaîne de titrisation devrait être renforcée. En particulier, les créateurs et assembleurs devraient être obligés de rester suffisamment exposés au risque de crédit, de manière à promouvoir l'efficacité des opérations d'évaluation du crédit, de leur suivi et de la gestion des risques y associés.*

¹ Des exemples de tentatives d'amélioration des flux d'informations incluent le projet RESTART de l'American Securitization Forum, qui vise à développer des lignes directrices pour standardiser la diffusion d'information et les rapports de performance en ce qui concerne les titres liés au crédit hypothécaire résidentiel.

2. Marché des dérivés de crédit

2.1. *Analyse*

Le marché des dérivés de crédit (DC) – des contrats de type assurance par lesquels une partie paie une indemnité périodique (le « spread ») à une autre partie en contrepartie d'un paiement en cas d'occurrence de défaut sur un instrument financier de référence – a joué un rôle significatif durant certains épisodes cruciaux de la crise actuelle. Le marché non-réglementé, bilatéral et hors bourse (over-the-counter) des DC est utilisé comme un des principaux canaux de transmission du risque de crédit à travers le système financier. Le risque de contrepartie du marché des DC est devenu une source de préoccupation majeure suite à la chute de Lehman Brothers et au sauvetage d'AIG, deux de ses principaux participants. En outre, la volatilité des « spreads » sur les DC bancaires a joué un rôle déterminant dans la (non) capacité des banques à se refinancer elles-mêmes, phénomène posant des questions plus fondamentales concernant l'instrument lui-même. De plus, c'est l'explosion du marché des DC qui a rendu possible le développement exponentiel du marché des obligations adossées à des actifs (OAA ou « collateralized debt obligations »). Le fait que les exigences de marges sur les OAA sont relativement basses a encore accentué ces évolutions.

Afin de réduire le risque systémique, les contrats DC entre contreparties devraient être consolidés. A cette fin, il existe maintenant un soutien général en faveur de la création d'une contrepartie centrale de règlement (CPC), car celle-ci réduirait considérablement le risque de contrepartie et améliorerait le contrôle du risque ainsi que les opérations relatives aux marges. A travers une procédure de confirmation

des contrats automatisée, la CPC réduirait également le risque opérationnel et le nombre d'échecs dans les transactions, lequel est devenu une source de préoccupation dans un marché en expansion. Finalement, une CPC fournirait un modèle d'"échange" pour la transparence et la divulgation, même si ce ne serait pas nécessairement le cas pour la recherche du prix. Il y a des bases légales solides pour défendre l'idée selon laquelle la standardisation des contrats DC et la création d'une ou plusieurs CPC, avec le registre sous-jacent ou « entrepôt », devraient être organisées sur base de la législation de l'UE.

Cependant, la création d'une CPC ne répond pas aux questions plus fondamentales posées par les marchés des marchés des dérivés de crédit DC). Le problème n'est pas les transactions sur indices DC, qui représentent environ 70 % du marché. La question principale est davantage liée aux DC individualisés (single-name), qui fournissent un instrument utile pour dissocier le financement d'un émetteur spécifique du risque de défaut de l'émetteur. Toutefois, l'évolution de ce marché a fait en sorte que les DC peuvent être signés et achetés par des contreparties qui ne sont pas exposées au risque de défaut sous-jacent. En effet, la combinaison d'un règlement en cash avec de faibles exigences pour les marges a contribué à faire des DC un instrument bon marché et spéculatif, ce qui permet de comprendre plus facilement pourquoi la valeur totale des contrats des DC sur une firme déterminée est souvent un multiple de la valeur totale des obligations en cours émanant de cette firme.

L'écart (spread) du DC, ou prime, est normalement lié à la probabilité d'un événement binaire : le défaut de l'émetteur sous-jacent. En effet, le spread du DC est utilisé par les participants de marché (y compris les agences de notation) comme un indicateur de solvabilité d'une firme, influençant par là fortement les conditions de

refinancement de celle-ci. Dans des conditions normales de marché, on ne devrait pas s'attendre à ce que les marchés de DC génèrent des problèmes extraordinaires. Toutefois, dans des conditions tendues et avec une information hautement asymétrique, les marchés de DC, qui sont exposés à la manipulation, peuvent par effet en retour être une source de destruction de valeur, qui s'auto-génère.

Comme pour tous les contrats d'assurance, en période normale les primes des DC seront d'autant plus élevées que la probabilité d'occurrence du dommage (défaut dans ce cas) est elle-même élevée. En période de crise, quand le marché devient davantage unilatéral, le sens de la causalité entre la prime d'assurance et la probabilité de dommage peut-être renversé, une prime DC élevée empêchant le refinancement de l'emprunteur concerné et provoquant son défaut. Ceci est un effet très curieux pour un contrat d'assurance.

Le renversement de la causalité peut être exploité pour des raisons de manipulation de marché, au détriment de la firme concernée et de ses actionnaires. Cela peut être réalisé, par exemple, en combinant une position courte sur les actions de la firme avec une demande pour une protection pour défaut à travers des contrats DC, poussant par ce fait les primes DC à la hausse, et en réalisant cette opération idéalement juste avant une période de refinancement. Les investigations des régulateurs portant sur des manipulations possibles par le biais de telles positions combinées sont rendues difficiles en l'absence de données centralisées sur les expositions en DC et en raison du fait que les DC tombent en dehors du champ d'application de la directive sur l'abus de marché.

Le marché des DC soulève d'autres sources de préoccupation qui ont porté certains observateurs à mettre en question son bénéfice économique général. Par exemple,

la corrélation élevée du risque de défaut en cas de récession en fait un instrument avec un beta élevé, offrant peu de possibilité de diversification. La comptabilisation des DC hors bilan, comme pour tous les swaps, réduit également la faculté d'évaluation des expositions en crédit des vendeurs de protection de crédit (défaut) à travers les DC.

2.2. Recommandations de politique

Le Comité recommande les actions suivantes en vue d'atténuer les effets déstabilisants des marchés des DC.

a) Les contrats de DC devraient faire l'objet d'un règlement dans le cadre d'une CPC.

Le Comité accueille favorablement l'initiative de la Commission Européenne visant à soutenir l'organisation d'un dépositaire central et d'une contrepartie centrale pour les DC dans le cadre de la législation européenne.

b) Bien que la création d'une CPC doive réduire le risque systémique créé par le marché DC et améliorer la transparence et le reporting des expositions, il ne remédie pas aux défauts intrinsèques de ce marché.

Le Comité recommande dès lors une réglementation des marchés DC de manière à limiter l'achat de la protection de crédit à la couverture de l'exposition effective au risque de crédit. Cela pourrait être accompli en exigeant le règlement physique sur de nouveaux DC nominatifs (single-name).

c) La réglementation des marchés financiers devrait être modifiée pour inclure le marché DC dans le cadre de la directive sur l'abus de marché.

d) L'expérience passée conduit à penser qu'une règle visant à renforcer les exigences en matière de marges semble justifiée.

e) Les expositions en DC devraient être mieux divulguées, y compris sur une base nominative pour des expositions importantes.

3. Agences de notation

3.1. Analyse

Les agences de notation (AN) ont traditionnellement joué un rôle important dans le fonctionnement des marchés financiers. Ce rôle a été reconnu officiellement et renforcé au fil du temps par l'incorporation de références aux notations dans la réglementation relative aux marchés et aux banques et, plus récemment, dans la réglementation des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Les notations ont été considérées comme des évaluations fiables de la qualité du crédit.

Durant la dernière décennie, le rôle des agences de notation a encore été renforcé par le développement de produits structurés. Ces produits consistent en différentes classes de valeurs mobilières, représentant les flux financiers « tranchés » d'un ensemble d'actifs sous-jacents et un objectif fondamental à la base de leur création est d'obtenir au moins une catégorie de valeurs mobilières dont la notation soit supérieure à la notation moyenne de l'ensemble des actifs sous-jacents. L'acceptation de produits structurés par les participants de marché dépendait donc de l'octroi d'une notation pour ces produits. Les revenus provenant des notations des produits structurés ont finalement dépassé ceux générés par les notations d'obligations traditionnelles.

Les problèmes liés à la performance et à la notation de produits structurés liés aux crédits hypothécaires de moindre qualité et les perturbations qui s'en sont suivies dans les marchés financiers sont des phénomènes maintenant bien connus. Les

notations de nombreux produits structurés ont été systématiquement abaissées, ce qui a provoqué de vastes pertes dans les comptes de beaucoup d'institutions financières.

En conséquence, les AN ont été sévèrement critiquées. Les critiques les plus fréquentes comprennent :

- l'échec dans l'appréciation de l'impact de la baisse des standards de souscription relatifs aux crédits hypothécaires américains de moindre qualité, ce qui a conduit à des adaptations à la baisse des notations de manière abrupte et massive, à un stade très tardif
- l'utilisation de méthodes de notation déficientes et le manque de transparence dans le processus de notation
- l'absence de maintien de personnel et de ressources adéquates pour maîtriser la croissance des marchés des produits structurés
- le manque de gestion appropriée des conflits d'intérêt potentiels.

En novembre 2008, la Commission européenne a émis une proposition pour réglementer les AN, laquelle est actuellement discutée entre les Etats membres.

Cette proposition a quatre objectifs principaux :

- éviter les conflits d'intérêt ;
- améliorer la qualité des méthodologies de notation et les notations elles-mêmes ;
- assurer un enregistrement efficient (point d'entrée unique) et un cadre de surveillance, en évitant le « forum shopping » et l'arbitrage réglementaire entre juridictions de l'UE.

La proposition de règlement vise en général à garantir une meilleure protection des investisseurs. A cette fin, elle inclut l'obligation pour les AN de déclarer les conflits

d'intérêt, et traite également des dispositions en matière de rémunération des employés des AN. L'exigence de dévoiler les méthodologies, modèles et hypothèses de base utilisés pour les notations et l'obligation d'utiliser une catégorie de notation pour les produits structurés qui soit différente de celle appliquée aux notations des obligations traditionnelles, ont une importance particulière. Le point d'entrée unique proposé pour l'enregistrement devrait aussi faciliter le suivi du processus. Dès lors, si les dispositions de base du règlement proposé sont approuvées et mises en œuvre, la qualité du processus de notation sera probablement améliorée. C'est pourquoi le Comité accueille favorablement l'initiative de la Commission.

Dans le même temps, le Comité souhaite exprimer sa préoccupation quant à la possibilité que le statut réglementé des agences de notation ne puisse encourager davantage les investisseurs et les gestionnaires d'actifs à s'appuyer de manière excessive et encore davantage que dans le passé sur les notations, pour leurs décisions d'investissement. Ceci pourrait avoir des effets indésirables même pour les instruments de dette standards : une notation représente une évaluation unique, ce qui par définition implique un certain degré d'arbitraire et elle doit dès lors être complétée par la propre évaluation de l'investisseur. Ceci est particulièrement important étant donné que la nature oligopolistique du marché des notations pourrait ne pas conduire à une amélioration de la qualité des notations via une concurrence accrue. Finalement, l'évaluation de produits hautement complexes est elle-même complexe et sujette à un sérieux nombre de limitations.

3.2. Recommandations de politique

Le Comité recommande de soutenir la proposition de la Commission européenne visant à réglementer les agences de notation, pour autant que des mesures additionnelles soient prises :

- a) *L'utilisation d'un indicateur synthétique unique est insuffisant pour fournir une évaluation adéquate du risque lié à un actif financier, et spécialement à un produit structuré. La réglementation financière devrait souligner la responsabilité pour les gestionnaires d'actifs et les investisseurs professionnels d'entreprendre leur propre évaluation et de ne pas se défaire de la gestion du risque au profit des agences de notation. Pour cette raison, il y aurait lieu de revoir la réglementation financière avec pour objectif d'éliminer les références prescriptives aux notations.*
- b) *Le développement d'instruments alternatifs d'évaluation des risques devrait être encouragé. Il y aurait lieu de promouvoir la concurrence entre les agences de notation et de réduire les barrières d'entrée dans le marché pour les notations.*

4. Gestion du risque

4.1. Analyse

Le risque est intrinsèquement difficile à mesurer et à contrôler. En effet, la crise a démontré que la gestion du risque dans beaucoup d'institutions financières est terriblement inadéquate. La gestion du risque n'a pas permis, dans la période de pré-crise, d'empêcher les institutions financières d'accumuler des positions de levier et des risques excessifs ainsi que des expositions concentrées sur des actifs complexes et surévalués. Une fois que la crise a frappé, les gestionnaires de risque de diverses institutions n'ont pas été en mesure d'arrêter une chute intervenant à une vitesse élevée et de manière non anticipée.

Une partie de l'explication de l'inadéquation de la gestion du risque dans beaucoup d'institutions est liée à un recours excessif à des modèles de risque quantitatifs, lesquels souffrent de nombreuses déficiences. En outre, le recours à des modèles peut avoir été exacerbé par une communication insuffisante entre les constructeurs de modèles de risque et la haute direction, à propos des limitations de ces modèles. Toutefois, d'autres déficiences sont aussi apparues dans des institutions sévèrement affectées par la crise. Elles concernent, entre autres, le statut peu élevé des gestionnaires et/ou contrôleurs de risque, comparé aux preneurs de risque, ainsi que le manque de communication et d'agrégation des risques entre lignes d'activité ou fonctions, reflétant une mentalité de « silo ». Tous ces facteurs ont probablement contribué à la création d'une situation dans laquelle les hauts dirigeants n'ont pas été capables d'identifier complètement et de comprendre les risques émergents pour l'institution ou de prendre les mesures appropriées pour atténuer les risques une fois ceux-ci matérialisés. Dans le même temps, les gestionnaires de certaines institutions

peuvent avoir autorisé l'expansion de certaines nouvelles activités ou initiatives sans avoir accordé une attention correspondante à la capacité pour l'infrastructure de contrôle de suivre le rythme des évolutions.

Une gestion efficace du risque nécessite l'adoption d'une perspective globale au niveau de l'entreprise, avec des flux d'information horizontaux et verticaux. Elle exige également une compréhension totale des limites de toute méthode de mesure de risque et requiert l'utilisation d'une variété de mesures du risque ainsi qu'un équilibre approprié entre l'analyse quantitative et qualitative.

Au cours de la dernière décennie, les avancées dans la puissance de calcul, les techniques statistiques et la disponibilité des données ont favorisé le développement de modèles mathématiques pour mesurer le risque de portefeuille. Ces modèles, dont le plus fréquemment utilisé est la valeur au risque (Value at Risk ou « Var »), ont été de plus en plus adoptés aussi bien par les institutions financières que par les régulateurs.

Alors que de tels modèles possèdent des avantages – tel que celui d'offrir des mesures objectives de certains aspects du risque et de faciliter la comparaison du risque entre des portefeuilles différents – ils sont aussi sujets à de sérieuses limitations qui doivent être reconnues et prises en compte dans la gestion du risque des institutions. Les faiblesses potentielles peuvent être classées en cinq catégories.

Risque de modèle : les hypothèses sous-jacentes aux modèles peuvent être irréalistes et les résultats des modèles sont souvent sensibles aux changements d'hypothèses. En outre, les modèles sont souvent orientés vers le passé, reposant sur des données récentes ou historiques qui ne saisissent pas toute variation future potentielle excédant le niveau historique observé.

Risque de liquidité : la plupart des modèles n'intègrent pas le risque de liquidité, ce qui conduit à sous-estimer les corrélations, les mesures de volatilité et la VaR. Le fait de ne pas prendre en compte le risque de liquidité a été un facteur déterminant qui a conduit aux pertes des institutions financières dans la crise actuelle.

Dynamique d'auto-réalisation : si de nombreuses institutions financières utilisent les mêmes modèles de risque, fondés sur des hypothèses similaires (potentiellement erronées), ces institutions recevront les mêmes signaux en termes d'effet de levier ou de contraction. Cela peut créer de fortes dynamiques d'auto-réalisation, conduisant à une non-liquidité soudaine dans certains segments de marché et à une spirale à la baisse des prix.

Ignorance du risque systémique : les modèles de risque manquent de focalisation sur les risques systémiques potentiels. Bien que de nombreux modèles s'appuient sur des analyses qui sont elles-mêmes fondées sur des milliers de scénarii hypothétiques, ces scénarii ne prennent pas en compte les risques systémiques possibles créés par l'institution elle-même.

Faux sentiment de sécurité : la sophistication mathématique des modèles de risque peut conduire à un faux sentiment de sécurité. Des évaluations favorables émanant d'un modèle peuvent créer l'illusion de stabilité, ce qui est peut être particulièrement dangereux si le modèle est utilisé de façon mécanique.

L'illusion de stabilité peut aussi avoir été renforcée par l'incorporation des modèles de VaR dans la réglementation financière. Durant des années, la VaR pour le risque de marché a servi de base au calcul des exigences en capital réglementaire pour les portefeuilles de négociation des banques. Au fil du temps toutefois, l'inclusion dans

le portefeuille de négociation d'actifs tels que les produits structurés avec une illiquidité marquée et des risques de crédit significatifs a rendu inadéquat le seul risque de marché VaR. VaR est aussi maintenant utilisé dans le cadre de Bâle II pour déterminer les exigences en capital réglementaire pour le portefeuille d'investissement. Cette réglementation n'était toutefois pas encore en vigueur quand la crise a éclaté.

4.2. Recommandations de politique

- a) Les banques devraient utiliser un large éventail de mesures de risque, de nature à la fois quantitative et qualitative, qui fournissent des visions différentes du risque. Les banques devraient éviter de s'appuyer exclusivement ou mécaniquement sur n'importe quel type de mesure, telle que la VaR.*
- b) Le risque de liquidité devrait devenir partie intégrante des modèles de risque et de supervision.*
- c) Les régulateurs et les banques devraient sérieusement envisager de compléter les outils sophistiqués par des mesures simples, facilement compréhensibles, telles que des ratios de levier ou des limites nominales.*
- d) La réglementation devrait promouvoir une réforme en conséquence de la gestion du risque au niveau des banques. Les personnes en charge de la gestion du risque devraient avoir un statut revalorisé qui protégerait leur indépendance ainsi qu'un pouvoir de décision qui devrait également être reflété en termes de rémunération. Les doutes émis par les gestionnaires de risque en période favorable devraient être pris particulièrement en considération.*

5. Système de rémunération

5.1. *Analyse*

La crise actuelle a révélé que la rémunération de la direction dans certaines firmes n'était pas toujours en ligne avec la valeur ajoutée des prestations de ses membres. Le public a été surpris par les niveaux élevés de rémunération octroyés aux dirigeants d'institutions financières, et un mouvement de protestation a suivi la révélation de la rémunération élevée liée à la rupture des contrats (indemnités de départ), spécialement quand elle est octroyée aux gestionnaires de firmes ayant failli. Certains observateurs ont critiqué le manière dont la rémunération est déterminée, alors que d'autres considèrent que le montant même de la rémunération est inacceptable.

La question des niveaux élevés de rémunération a une dimension internationale et ne se limite pas au secteur bancaire. Toutefois, alors que la rémunération des hauts dirigeants d'une institution financière peut être divulguée publiquement, ceux-ci ne sont pas nécessairement les personnes les mieux payées de l'organisation : les traders reçoivent souvent une rémunération supérieure ou considèrent que leur rémunération est le produit de leurs compétences supérieures ou de leur perspicacité, dont la banque peut par ailleurs retenir une partie. Les problèmes des risques créés par les traders dont les bonus dépendent des profits à court terme ont été identifiés depuis de nombreuses années. Des recommandations ont été émises à propos de la supervision adéquate de leurs activités . Toutefois, malgré ces efforts, un nombre de cas à haut profil ont récemment fait surface.

La question fondamentale liée à la rémunération est essentiellement celle des incitants. La plupart des difficultés proviennent de la partie variable des paquets de rémunération et dérivent essentiellement de la focalisation des modèles de rémunération sur le court terme. Si la récompense pour le risque pris est trop élevée, les dirigeants peuvent être amenés à relâcher les contrôles dans l'organisation et à prendre des risques excessifs. En liaison avec la question des incitants, il faut mentionner le problème des conflits d'intérêt : les dirigeants, traders et autres employés peuvent agir pour améliorer leur rémunération personnelle indépendamment de la prise en compte des intérêts de l'institution. Un des objectifs des modèles de rémunération devrait être d'aligner les incitants des employés sur les intérêts de l'institution.

Les conflits d'intérêt potentiels se manifestent à travers l'ensemble de l'organisation : l'employé offrant des produits d'investissement au consommateur est souvent motivé moins par l'intérêt de son client que par la commission qu'il recevra par la vente du produit. Le trader prend des risques additionnels en vue d'augmenter son bonus, même si la faillite de la stratégie de trading peut ruiner la banque. Et finalement, la haute direction peut se focaliser sur l'amélioration des résultats comptables trimestriels, étant donné que les bonus seront calculés sur cette base. L'approche à court terme bien connue et souvent mentionnée est certainement à la base de l'augmentation excessive de la taille du secteur financier par rapport à l'ensemble de l'économie. Ceci peut aussi aider à comprendre l'absence d'objections vis-à-vis de la valorisation des actifs sur base du marché (mark to market) avant la crise. Cette technique comptable a produit des résultats très favorables au cours de la période de hausse qui a précédé la crise, alors que l'inverse s'est produit dans la période baissière qui a suivi.

Beaucoup de gens estiment que la structure de rémunération des hauts dirigeants des institutions financières a contribué à une prise de risque excessive et à un comportement procyclique. Ceci est dû au fait que les systèmes de rémunération impliquent une récompense à la hausse et une pénalisation insuffisante à la baisse, créant par là des asymétries au niveau des incitants. Cet arguments s'appliquent non seulement au système bancaire (et avant tout aux banques d'investissement) mais est probablement encore davantage pertinent au niveau des hedge funds, dont les dirigeants reçoivent généralement un pourcentage élevé de l'augmentation annuelle de la valeur du fonds (d'habitude 20 % mais dans certains cas jusque 50 %).

En principe, ce sont les comités de rémunération au sein des conseils d'administration des firmes qui fixent la rémunération de la direction et, en particulier, la partie variable. La sagesse dominante ,reflétée dans les codes de gouvernance des entreprises, est qu'une majorité des membres du comité de rémunération doit être composée d'administrateurs indépendants, de manière à éviter les conflits d'intérêts dans l'élaboration des systèmes de rémunération. En outre, il est souvent spécifié que le comité de rémunération doit faire appel à des experts extérieurs, de manière à s'assurer que les systèmes de rémunération soient déterminés de manière objective.

Ces règles n'ont pas produit les résultats souhaités. Souvent les administrateurs indépendants sont eux-mêmes dirigeants d'autres entreprises et dès lors traitent le cas qui leur est soumis comme un exemple de leur propre rémunération. Le recours à des experts en rémunération a indubitablement aussi contribué à l'inflation de la taille des paquets de rémunération, puisque les experts sont d'habitude désignés sur base d'une proposition de la direction de la firme et qu'ils peuvent ne pas avoir intérêt à adopter une attitude conservatrice à l'égard des modèles de rémunération

proposés. Enfin, les modèles de rémunération ont souvent été mal conçus, liant la rémunération à des facteurs qui échappent au contrôle de la direction (par exemple le prix du marché pour les stock options).

Différentes enceintes de réflexion se penchent actuellement sur la question de la rémunération au niveau international, à la suite d'un exercice rigoureux de recherche de données par le Forum de Stabilité Financière. Différentes propositions ont déjà été émises, par exemple celle de changer la base de calcul de la rémunération ou d'exiger que la rémunération fondée sur les résultats prenne en compte une période suffisamment longue pour s'assurer que les bénéfices de l'activité aient été fermement établis. D'autres propositions consistent à faire varier la rémunération, à la fois à la hausse et à la baisse, ce qui implique une obligation de remboursement dans certaines circonstances. Ces discussions sont toujours en cours et il serait utile d'analyser les avantages et les inconvénients de chacune des solutions avancées.

5.2. Recommandations de politique

Le principal objectif devrait être d'identifier les éléments des systèmes de rémunération qui génèrent des risques systémiques et poussent les institutions financières à des comportements pro-cycliques, et ensuite de les éliminer.

A cette fin, il convient :

- a) De s'assurer que les gestionnaires de risque évaluent soigneusement les modèles de rémunération au niveau de leurs effets incitatifs pour les différents niveaux de gestion et, le cas échéant, transmettent cette évaluation aux régulateurs comme partie intégrante de la discussion sur les facteurs de risque.*

- b) *De mettre en place des comités de rémunération et de s'assurer de leur fonctionnement correct, en particulier par rapport à leur composition et leur indépendance.*

- c) *D'envisager l'introduction d'instruments spécifiques tels que des dispositions de récupération (claw-back) ou d'enfermement (lock-up), en plus des limitations aux parachutes dorés, de manière à éviter des incitants inappropriés à la prise de risque.*

6. Procyclicalité

6.1. Analyse

Le comportement des participants aux marchés financiers a, pour différentes raisons, tendance à fluctuer avec la conjoncture. Dans les périodes de croissance, la perception du risque est faible, les valeurs des garanties élevées, les banques relâchent leurs standards de prêt et les institutions financières gonflent leurs bilans. En revanche, en période baissière, les banques doivent encaisser des pertes sur leurs prêts, elles resserrent leurs standards de crédit et le bilan des institutions financières a tendance à se contracter. Ce type de réponse du système financier à la conjoncture amène en fait à amplifier les fluctuations conjoncturelles dans l'économie. Ce phénomène est connu sous le nom de « procyclicalité ».

Les conséquences potentiellement sévères de la procyclicalité sur l'économie ont soulevé la question de savoir dans quelle mesure la réglementation financière elle-même pourrait générer la procyclicalité ou y contribuer. Les deux principaux domaines de préoccupation concernent les exigences prudentielles et les standards comptables. Par exemple, dans la mesure où les exigences en capital réglementaire augmentent en basse conjoncture, les banques peuvent être confrontées à des contraintes dans leur capacité de prêt. De la même manière, dans la mesure où la valeur des actifs diminue en basse conjoncture, ces institutions peuvent être amenées à se défaire davantage d'actifs, de manière à répondre aux exigences auxquelles elles sont confrontées, telles que les règles en matière de marges.

Réglementation prudentielle

Plusieurs techniques différentes ont été soit appliquées soit proposées afin de limiter l'impact pro-cyclique des exigences prudentielles sur le comportement des banques. Le raisonnement sous-jacent pour toutes les techniques est de réduire la tendance à l'expansion dans les périodes haussières, en constituant par exemple des coussins en capital ou des réserves pour prêts auxquels on peut faire appel si nécessaire en période de retournement de la conjoncture.

L'augmentation de la sensibilité au risque des exigences en capital réglementaire dans le cadre de Bâle II a soulevé des préoccupations particulières au sujet de la procyclicalité. Bien qu'un certain nombre de caractéristiques aient été introduites dans le cadre de Bâle II pour atténuer les effets procycliques potentiels (par exemple la méthode de détermination des probabilités de défaut (PD) des débiteurs, les tests de stress, etc), la crise a conduit à envisager la nécessité de mettre en œuvre des mesures additionnelles.

Les propositions actuelles incluent l'utilisation du processus de révision de supervision du deuxième pilier pour créer des coussins en capital variant au fil du temps, au-delà des niveaux minima déterminés via les formules du premier pilier. Cela pourrait être accompli, par exemple, en multipliant les exigences en capital du pilier 1 ou les estimations par les banques des probabilités de défaut (PD) de leurs débiteurs par un facteur de graduation dont la valeur varierait en fonction de la situation conjoncturelle.

Une autre technique possible pour réduire la procyclicalité est celle du « provisionnement dynamique » pour les prêts, qui a été utilisée en Espagne depuis 1991. Cette technique consiste à mettre de côté des réserves pour prêts sur base

d'une estimation des pertes à long terme attendues sur ces prêts, plutôt que sur base des pertes actuelles constatées, lesquelles peuvent ne se manifester que plusieurs années après. Cette réserve est « dynamique » dans le sens qu'elle augmente quand les pertes attendues dépassent les pertes réelles (par exemple : dans les phases haussières) et peut être réduite quand les pertes actuelles approchent le niveau des pertes attendues.

Enfin, dans le passé, certains gouvernements ont tenté de peser directement sur la disponibilité du crédit en modulant les exigences, telles que le montant maximum du prêt exprimé en pourcentage de la valeur de la garantie (par exemple dans l'immobilier). Ces types d'interventions gouvernementales discrétionnaires n'ont toutefois pas eu la cote au cours des dernières années.

Standards comptables

De nombreuses observateurs ont émis l'avis que l'imposition des standards comptables de « fair value » avaient exacerbé les difficultés des institutions financières durant la période de crise financière actuelle. Selon les normes internationales d'information financières (NIIF), les actifs doivent être évalués à la « fair value », ce qui implique le recours à des prix de marché quand des marchés actifs pour ces valeurs mobilières existent. Quand il n'y a pas de marché actif pour une valeur mobilière, une estimation de la « fair value » doit être faite en utilisant la meilleure information disponible. Comme des marchés actifs n'existent pas pour beaucoup de produits financiers actuels complexes ou non liquides, l'évaluation est souvent basée sur des modèles. Cela peut conduire à une situation dans laquelle différentes institutions octroient des valeurs différentes au même actif financier.

L'utilisation de l'évaluation de marché (ou d'autres techniques fondées sur les prix du marché) conduit à des résultats cycliques : des prix du marché plus bas conduisent à une baisse des évaluations dans toutes les entités détenant les actifs, provoquant des pertes potentielles dans ces firmes et créant une pression à la vente d'actifs afin de générer de la liquidité. Il peut en résulter une spirale à la baisse des prix des actifs, avec des effets au niveau de l'ensemble du système financier.

Comme cela a été largement reconnu, la comptabilisation en « fair value » est un système comptable assez rigide qui laisse peu de place aux institutions pour opérer des ajustements aux évolutions conjoncturelles. Les tentatives d'introduction de coussins en période favorable, telles que le provisionnement dynamique pour les prêts, ont généralement été jugées contraires à la comptabilisation selon la « fair value », en raison du fait que de telles techniques laissent trop de discrétion aux firmes.

Malgré ces préoccupations, il semblerait très difficile de remplacer la « fair value » comme base de standards comptables, car il n'existe pas d'alternative viable. En outre, comme l'introduction de changements fondamentaux dans le système comptable au milieu d'une crise saperait encore davantage la confiance des marchés, la plupart des propositions se sont limitées à revoir le système comptable existant. Certaines mesures exceptionnelles ont été introduites par le Bureau des standards comptables internationaux (BSCI) au vu de la crise – permettant en particulier aux institutions de reclassifier des actifs, les faisant passer de catégories exigeant la comptabilisation en « fair value » vers des catégories permettant d'autres méthodes d'évaluation. Toutefois, le BSCI est réticent à introduire davantage de flexibilité, malgré les requêtes en ce sens provenant de la Commission Européenne.

Sur le plan politique, des questions ont fait surface quant à la possibilité pour un bureau de standards comptables d'agir indépendamment de l'environnement politique et social dans lequel il fonctionne. Le responsable de la détermination des standards doit-il être totalement indépendant et, dans l'affirmative, comment cette indépendance peut-elle être garantie ? Faut-il établir une enceinte avec pouvoir de contrôle sur le BSCI ?

L'Europe devrait avoir une voix importante dans le fonctionnement du BSCI. La Commission Européenne plaide actuellement pour une implication plus forte dans la gouvernance du BSCI, tout en préconisant l'indépendance en matière de fixation des standards.

6.2. Recommandations de politique

La procyclicalité est une caractéristique importante du système financier actuel. Il faut se focaliser sur la mise en œuvre de mécanismes pour atténuer cette procyclicalité.

- a) Par rapport à la réglementation prudentielle, le cadre de Bâle II devrait être complété par des instruments visant à réduire son impact pro-cyclique. Un système de provisionnement dynamique des prêts serait aussi un instrument utile, de même qu'une utilisation plus active de mesures anti-cycliques traditionnelles, telles que certains ratios financiers ou des instruments réduisant les effets de levier.*
- b) Les tensions entre systèmes prudeniels et comptables par rapport à l'utilisation d'instruments tels que le provisionnement dynamique, devraient être résolues, de manière à éviter l'existence de deux systèmes parallèles créant la confusion et générant la méfiance.*

- c) *Par rapport aux standards comptables, le concept de « fair value » devrait être maintenu, étant donné l'absence d'alternatives et la nécessité d'éviter d'exacerber l'instabilité actuelle dans les marchés. Les règles relatives à sa mise en œuvre devraient toutefois être clarifiées et affinées, de manière à limiter leur probabilité d'accentuation du cycle économique. Ceci est particulièrement important en ce qui concerne les actifs pour lesquels il n'y a pas de marchés liquides.*
- d) *Le Comité soutient les initiatives européennes relatives à l'amélioration de la gouvernance du BSCI.*

CONCLUSION

La responsabilité de cette crise financière mondiale repose sur l'ensemble des acteurs du marché financier des deux côtés de l'atlantique et au-delà. Les courtiers en hypothèques, les banques octroyant les prêts hypothécaires, les banques ayant adopté le modèle d'activité « créer et distribuer », les émetteurs d'obligations adossées à des actifs, les intermédiaires financiers non bancaires, les agences de notation, les régulateurs et superviseurs, les gouvernements et les banques centrales, les économistes, les investisseurs professionnels – tous ont leur part de responsabilité. Il leur appartient maintenant de participer à un effort collectif pour surmonter cette situation difficile et coopérer à la mise en œuvre de réformes de nature à réduire la probabilité d'occurrence d'une future crise d'une telle sévérité.

Les sujets spécifiques de réforme énumérés dans ce rapport ont tous une caractéristique commune : ils suggèrent des remèdes aux déficiences identifiées dans le comportement passé de notre système financier – déficiences qui ont chacune contribué à la gravité de la crise actuelle et à sa généralisation. Dans la mesure où ces propositions de réforme – ainsi que d'autres non incluses dans ce rapport - seront effectivement mise en œuvre, on peut espérer que le système aura gagné en résistance.

Mais qu'en est-il du futur ? Notre système financier globalisé, interdépendant, compétitif et hautement innovateur n'est pas statique. Il produit des changements continuels : de nouveaux intermédiaires financiers voient le jour, le modèle d'activité de ceux en place subit des altérations graduelles ou abruptes ; de nouvelles interconnexions apparaissent entre divers segments de l'industrie financière ; et,

plus fondamentalement, le flux d'innovation continue à un rythme ininterrompu. Pour évaluer l'impact potentiel de telles évolutions sur la survenance de crises, les personnes en charge de la prévention des crises systémiques ne peuvent pas se satisfaire d'avoir identifié des déficiences spécifiques du passé.

Ils doivent avoir une approche orientée vers l'avenir, sans quoi qu'ils courent le risque de se préparer à combattre la dernière guerre. Afin de réaliser cet exercice très exigeant, deux voies simultanées d'action doivent être envisagées. D'une part, en termes d'analyse, nous devons examiner certains problèmes fondamentaux centraux qui vont au-delà des questions spécifiques énumérées dans ce rapport préliminaire. D'autre part, nous devons envisager l'élaboration de réformes fondamentales dans la réglementation et la supervision financière, de même que dans la prise d'action rapide pour la prévention de crise, d'une manière qui apporte un soutien institutionnel à l'approche prospective. Ayant ces préoccupations générales à l'esprit, le Comité entend faire des propositions dans cinq domaines - au plus tard dans son rapport final.

Tout d'abord, aussi bien l'expérience récente que les expériences historiques précédentes confirment que l'euphorie financière, associée à la disparition de la perception du risque, génère des crises ; et la gravité de la crise est, en général, positivement corrélée à l'intensité et au degré de généralisation de l'euphorie. Il est aussi apparu qu'une liquidité abondante, combinée avec la croyance que les participants de marché seront sauvés par les autorités – directement ou indirectement – contribue fortement à la formation de bulles en matière de prix des actifs, à la disparition de la perception des risques et à un endettement inconsidéré. C'est donc le devoir des autorités d'empêcher le développement d'une liquidité trop abondante et de s'abstenir d'encourager les participants de marché dans leur croyance qu'ils seront toujours en mesure de compter sur un sauvetage rapide. Mais

ceci est plus vite dit que fait. Quelles actions peuvent – et doivent - être prises en termes de politique pour empêcher le développement d'une expansion excessive du crédit ? Peut-on identifier des bulles liées aux prix des actifs ou des effets de levier généralisés, comme autant de signes de danger ? Et comment réduire au maximum l'aléa moral ?

Deuxièmement, la structure et le contenu de la réglementation doivent prendre en compte les préoccupations macro- prudentielles. La supervision micro prudentielle des intermédiaires financiers en général, et des banques en particulier, est une source potentielle d'information très appréciable pour ceux ayant une responsabilité importante en matière de supervision macro prudentielle : à savoir, essayer de détecter, bien avant les signes visibles d'une crise financière imminente, l'émergence d'un danger systémique. Pour que cette source potentielle d'information devienne effective, plusieurs conditions devront être satisfaites. Les faits et chiffres récoltés par les superviseurs des institutions à portée systémique doivent être agrégés ; il doit y avoir un flux d'information entre les superviseurs bancaires et les superviseurs en charge à la fois des autres intermédiaires financiers et des marchés des valeurs mobilières ; et, ceci est d'une importance fondamentale, les autorités en charge de la responsabilité macro prudentielle – principalement les banques centrales – devraient être associées à la collecte et l'analyse de l'information ainsi qu'à l'évaluation des implications macro prudentielles. Les superviseurs n'ont pas été formés ni mandatés pour évaluer la signification systémique de leurs résultats. Le Comité considère que la mise en place au niveau européen d'un système associant de manière étroite la supervision micro et macro prudentielle doit être un des objectifs majeurs des initiatives de réforme institutionnelle.

Troisièmement, il faut reconsidérer le périmètre de la réglementation et de la supervision. Le périmètre doit-il être défini sur des bases fonctionnelles – c'est-à-dire, par exemple, en réglementant et supervisant des intermédiaires non pas parce qu'ils ont l'appellation de banques, mais parce qu'ils font ce que les banques font ? Quels critères utiliser pour déterminer le périmètre ? Et, fondamentalement, que faire dans le cas où une supervision macro prudentielle prospective découvre qu'il y a un développement significatif d'intermédiaires financiers non réglementés qui ont acquis une importance systémique, tout en pratiquant une politique d'effets de levier excessifs ? Ou qu'un groupe d'intermédiaires financiers non réglementés commence à jouer un rôle systémique déstabilisateur ? Quels sont les moyens de redéfinir rapidement le périmètre de la réglementation pour garantir un niveau adéquat de supervision ? Et quelles seraient les conséquences institutionnelles de la redéfinition de la portée de la supervision ? Est-il possible de mettre en oeuvre au niveau européen une législation d'"habilitation" qui permettrait aux autorités d'élargir la réglementation et la supervision à toute institution ou tout groupe d'institutions d'importance systémique ?

Quatrièmement, puisque la crise actuelle a révélé des faiblesses dans des institutions à caractère global et couvrant une large étendue de services financiers, un nombre de participants importants aux marchés financiers semblent redécouvrir les mérites de la spécialisation.

Ce processus de restructuration doit-il être laissé entièrement aux mains du marché, ou y a-t-il des arguments en faveur d'une spécialisation obligatoire, spécialement mais non exclusivement sous l'angle d'une prévention efficace des crises ? Et comment éviter la contagion d'institutions qui peuvent continuer à couvrir un champ d'activité plus large ou différent ?

Cinquièmement, nous sommes conscients du fait que le mandat de notre comité est de donner des conseils sur la prévention des crises et non sur la gestion de la crise actuelle.

Mais nous ne pouvons ignorer le fait qu'alors qu'il faut reconnaître aux autorités, à la fois en Europe et dans le reste du monde, le mérite d'avoir jusqu'à présent empêché qu'une crise sévère au niveau des banques et du crédit ne se transforme en crise systémique de grande ampleur, ces autorités commencent à céder à la tentation d'utiliser des méthodes d'intervention qui accumulent des difficultés pour l'avenir. Ces méthodes mettent en péril le fonctionnement du marché intérieur en Europe et soulèvent le spectre du protectionnisme au niveau mondial. L'histoire des années 30 nous donne une leçon indiscutable : elle montre qu'une telle tendance retombera sur le dos de l'économie « réelle » et ,dès lors, aura pour effet d'aggraver et de prolonger la crise actuelle, plutôt que de l'atténuer. Quelle dommage si une longue période de gestion de crise que l'on peut considérer comme efficace devait se terminer en lamentable échec.

Nous nous sentons obligés de conclure ce rapport en exprimant notre profonde inquiétude.

Annexe I : Mandat du Comité de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière

Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière fournira des conseils au gouvernement belge au sujet des propositions de renforcement du système financier en vue de prévenir l'occurrence de problèmes futurs de même nature que ceux liés à la crise financière internationale de 2008.

Il donnera des avis pour l'amélioration de la gouvernance du système financier à trois niveaux : le niveau belge, le niveau européen et le niveau international.

Pour ce qui est des propositions relatives à l'amélioration de la gouvernance du système financier belge, le Comité réfléchira sur le fonctionnement du Comité de Stabilité Financière et du Conseil de Surveillance de l'Autorité des Services Financiers, établis par la loi de 2002, leur organisation, fonctionnement et performance, et sur l'amélioration des flux d'information en provenance des institutions financières privées vers les superviseurs ainsi que sur d'autres aspects qu'il estimerait nécessaire pour améliorer la gestion micro prudentielle (effectuée par la CBFA) et la supervision macro prudentielle (responsabilité de la BNB).

Au niveau européen, le Comité réfléchira aux solutions pour combler le fossé entre, d'une part, le marché financier unique européen et l'importance croissante des transactions transfrontalières par les institutions financières et, d'autre part, les instances gouvernementales nationales encore insuffisamment coordonnées, en charge du bon fonctionnement des marchés financiers. La distinction entre le niveau

européen et celui de la zone euro est importante à cet égard, au vu du lien entre l'octroi de liquidité et la solvabilité.

Le Comité apportera aussi son soutien au gouvernement belge au niveau international en soumettant des propositions visant à améliorer l'architecture financière au niveau mondial.

Il peut y avoir des recommandations communes aux trois niveaux.

Elles peuvent avoir trait, entre autres, à la nécessité d'aligner le modèle d'activité actuel des institutions financières sur les principes à la base d'un système de libre marché fonctionnant harmonieusement.

Le Comité belge de Haut Niveau pour une nouvelle Architecture Financière préparera un rapport intérimaire pour février 2009 et présentera un rapport final au gouvernement belge avant la mi 2009.

Le Comité peut consulter d'autres experts et des représentants d'institutions financières publiques ou privées pertinentes.

Le Service Public Fédéral Finances assurera le secrétariat du Comité et fournira les moyens financiers et logistiques requis.

Annexe 2 : Liste des abréviations

AN	Agences de notations	CRA	Credit Rating Agencies
BNB	Banque Nationale de Belgique	NBB	National Bank of Belgium
BSCI	Bureau des Standards Comptables Internationaux	IASB	International Accounting Standards Board
CBFA	Commission Bancaire, Financière et des Assurances	CBFA	Banking, Finance and Insurance Commission
CPC	Contre partie centrale	CCP	Central Counterparty
C&D	Création et Distribution	O&D	Originate and Distribute
DC	Dérivés de crédit	CDS	Credit Default Swaps
HB	Hors bourse	OTC	Over the Counter
NIIF	Normes Internationales d'information Financières	IFRS	International Financial Reporting Standards
OAA	Obligation adossée à des actifs	CDO	Collateralized Debt Obligation
PD	Probabilité de défaut	PD	Probability of Default
UE	Union Européenne	EU	European Union
VaR	Valeur au risque	VaR	Value at Risk