

An English version is
available on page 10.

REFORME DU SYSTEME FINANCIER MONDIAL

Analyses et propositions
de l'Association française des marchés financiers

Le système financier mondial connaît aujourd'hui une crise exceptionnelle que beaucoup comparent à celle de 1929, au moins du point de vue de son intensité. Le besoin de réformes en profondeur est ainsi unanimement reconnu et admis et fera notamment l'objet d'une série de conférences internationales, dont le cycle a été lancé le 15 novembre dernier par le G20. Celui-ci a d'ailleurs convenu de se réunir à nouveau d'ici le 30 avril 2009 pour examiner les conditions de mise en œuvre des principes et décisions ainsi actés.

En tant qu'Association française des marchés financiers, l'AMAFI est en France l'organisation professionnelle qui regroupe les acteurs de marché financier, qu'ils soient intervenants des différents marchés comptant et dérivés des produits actions, taux et matières premières ou infrastructures de marché (plateformes de négociations, chambres de compensation et systèmes de règlement-livraison) : à ce titre, elle exprime leurs positions. Elle considère que cette crise peut, au-delà de ses conséquences dramatiques, constituer à sa façon une occasion bienvenue pour revoir les règles régissant le fonctionnement du marché financier et de ses intervenants.

Rappel : éléments d'analyse de la crise

Même s'il ne peut être prétendu faire ici une analyse exhaustive de cette crise et de ses causes, quelques éléments doivent être particulièrement soulignés. Il faut ainsi rappeler que sa cause immédiate se trouve dans des crédits hypothécaires à risque élevés, octroyés sur le marché américain et reconditionnés sous forme de titrisations puis d'instruments financiers de plus en plus complexes (CDOs, CMOs etc.), divisés en tranches dotées pour une partie appréciable d'entre elles de notations excellentes (AAA ou similaire). Le développement de ces mécanismes, et d'autres analogues utilisés sur d'autres titres de dette ou actifs divers, a été favorisé par la constatation qu'ils permettaient une meilleure répartition du risque, avec pour bénéfice immédiat leur sortie des bilans bancaires qui pouvaient continuer en conséquence à financer le développement de l'économie, et sans inconvénient majeur puisqu'il était corrélativement supposé que les actifs ainsi titrisés étaient détenus par des mains choisissant en toute connaissance de cause le rapport risque/rendement qui leur convenait.

Ce modèle qui a pris une extension considérable à partir des années 2000, a paru fonctionner jusqu'en août 2007, où la crise a éclaté et en a révélé progressivement les failles, profondes et bien mises en évidence depuis pour la plupart : risques excessifs et mal connus de la distribution initiale de crédit, illisibilité ou complexité excessive des instruments financiers, absence de fiabilité des notations surtout pour l'usage qui en était fait (quasi substitution à une analyse de crédit véritable), maintien du risque pour les intermédiaires bancaires à des niveaux parfois très élevés (soit dans leurs portefeuilles de trading, soit dans les véhicules spécialement mis en place qu'il a fallu reconsolider, soit par risque réputationnel etc.), disparition immédiate de toute liquidité sur des marchés secondaires¹ (d'ailleurs très faibles en pratique dans la période antérieure), effondrement consécutif des valorisations fondées sur le principe du « *mark to market* » (ce dernier étant désormais déconnecté de la réalité des sous-jacents) etc. Avec pour conséquence la raréfaction dramatique de la liquidité bancaire, l'effondrement de plusieurs institutions de premier plan, la disparition du modèle de la grande *investment bank* indépendante, et une accélération brutale de la crise économique au-delà du seul secteur financier.

Dans cette description rapide, il importe d'en bien saisir les points de défaut. *Il s'agit d'abord essentiellement d'une crise du crédit*, phénomène classique en cas d'expansion monétaire et de liquidités abondantes, notamment du fait de l'addiction de l'économie américaine à l'endettement. Le paradoxe est que cette crise du crédit ait affecté particulièrement les *investment banks* qui n'étaient pas conçues et régulées pour cela. Elle a été considérablement aggravée par une *foi aveugle dans les possibilités de ce qu'on appelait abusivement le marché* alors qu'en réalité, d'une part, le marché secondaire de ces produits n'a jamais été significatif en regard des encours (ce qui le distingue radicalement des instruments cotés classiques) et, d'autre part, que chacun a cru à la fausse sécurité donnée par des notations qui ne mesuraient pas un risque de liquidité mais (au mieux) un risque de crédit. En d'autres termes, *il y a une différence de nature entre une telle activité et le marché financier classique* : il s'agissait en fait d'un reconditionnement de crédits classiques mais sous des nouvelles formes complexes et illisibles. Ce qui a été en outre à la fois facilité et fortement accéléré par des règles prudentielles et comptables encourageant, les unes l'arbitrage réglementaire en faveur de l'opacité (Bâle I), les autres une grave *procyclicité* résultant de *l'application indiscriminée du principe du « mark to market » à des produits ne faisant pas l'objet d'un vrai marché* (normes FAS et IFRS). Un facteur aggravant a été à l'occasion le *jeu des rémunérations* des opérateurs lorsqu'elles étaient concentrées sur le court terme et disproportionnées, alors que les risques n'étaient par construction appréciables qu'à moyen/long terme.

En revanche, plusieurs phénomènes qui ont également caractérisé la période et qui ont parfois donné lieu à de fortes accusations, n'ont en fait pas joué de rôle appréciable dans la crise. Non que ces points ne méritent pas réflexion, tant s'en faut. Mais c'est alors pour d'autres motifs que cette crise. C'est le cas notamment des *hedge funds*, dont *l'action n'a créé aucun effet systémique* ; tout au plus leur dégonflage progressif pour cause de retrait de leurs mandants a-t-il pesé à la baisse sur les cours de bourse. C'est aussi le cas de la spéculation : *les produits mis en cause par la crise ne faisaient pas l'objet d'une spéculation appréciable* puisque leur marché secondaire lui-même était très faible. De même pour les *ventes à découvert*, sauf dans quelques cas limites où une action conjointe ou un mimétisme incontrôlé peut être soupçonné ; mais même alors il s'agit au plus d'une aggravation se traduisant par la baisse des cours de bourse. C'est enfin le cas des *centres off shore ou paradis fiscaux, sans impact appréciable* non plus sur cette crise. De même, on s'inquiète non sans motifs à propos de nombreux produits dérivés dont l'ampleur paraît pouvoir présenter des risques élevés. Mais pas au vu de cette crise.

¹ Y compris lorsque ceux qui étaient supposés assurer cette liquidité étaient aussi ceux qui originaient et plaçaient les instruments.

Leçon de la crise : il y a marché et marché

Un travail intense de réflexion a été mené depuis août 2007 par la communauté financière internationale et fait l'objet de documents qui représentent une contribution considérable² sur les améliorations possibles aux mécanismes existants. Mais à la lumière de ce qui vient d'être dit, il faut aller plus loin. Il convient essentiellement de revenir à la raison en partant de ce qu'on peut déterminer être, au vu de l'expérience comme du raisonnement, les conditions de bon fonctionnement d'un marché. *Ce modèle est à notre sens d'abord celui du marché organisé, dans lequel une confrontation active et permanente des ordres, portant sur des produits présentant une liquidité minimum, dotés d'une information calibrée et régulière puis d'analyses financières nombreuses et concurrentes, permet de donner à la confrontation d'ordres d'achat et de vente une valeur indicative réellement représentative de l'état des appréciations portées par des professionnels de la finance. C'est sur de tels marchés³ qu'une économie libérale fait en permanence la confrontation des différents projets économiques, des différentes propositions d'investissement destinées à bâtir le futur de l'économie, et en compétition pour les ressources d'épargne disponibles qu'elles motivent en même temps. De tels marchés n'ont jamais perdu au cours de la crise leur fonction essentielle, et leur liquidité. Ce qui ne veut pas dire qu'ils ne puissent pas eux-mêmes encore gagner en sécurité et stabilité.*

Les autres activités qui, avant la crise, ont bénéficié par extension de l'appellation de marché financier ne possèdent pas toutes ces caractéristiques. Ainsi, en est-il des produits structurés à l'origine de la crise, qui s'en éloignent considérablement et paraissent devoir rester ainsi. Certains enfin, entre les deux, pourraient et, dès lors, devraient faire l'objet de rapprochements du modèle de marché organisé, soit pour le trading, soit pour la compensation : c'est bien entendu notamment le cas des CDS mais sans doute aussi d'autres produits de taux. Dans tous ces cas, *oubliant l'idée fausse selon laquelle tous les marchés se valent, il est impératif qu'un traitement différencié leur soit appliqué notamment en termes managériaux, prudentiel et comptable. C'est ce que nous allons examiner plus en détails. Nous évoquerons essentiellement la question des domaines d'intervention et des actions à mener en matière de marché, pour évoquer ensuite plus rapidement celle des institutions en charge et de leur niveau d'intervention.*

² En particulier du Forum de Stabilité Financière et de l'IIF.

³ Qui ne se réduisent pas seulement aux marchés d'actions ou d'obligations mais à tous ceux qui portent sur des produits suffisamment homogènes et abondants pour qu'ils s'en rapprochent, comme la plupart des grandes matières premières, mais aussi comme les principaux *futures* ou dérivés standards notamment de type optionnel, d'ailleurs cotés eux aussi sur des formes de bourses. De tels marchés, et les marchés organisés précités, peuvent alors fournir un point d'appui à des dérivés de gré à gré plus complexes (type options sur mesure, dérivés actions etc.).

Les domaines d'intervention sectoriels et les actions à mener

Toute réglementation doit, pour l'AMAFI, respecter les principes suivants :

- elle doit être fondée sur des principes, issus des meilleures pratiques des acteurs, en évitant l'illusion d'une réglementation exhaustive, pour privilégier la concertation, la vigilance et la responsabilisation ;
- elle doit chaque fois que possible utiliser des moyens souples, proches du terrain, notamment les normes élaborées par les professionnels (codes de conduite etc.) ;
- elle doit tenir compte de la diversité des acteurs et des *business models*, en veillant particulièrement à ne pas brider l'émergence de nouveaux acteurs, sources d'innovation et de stimulation concurrentielle ;
- elle doit être élaborée et suivie par les autorités compétentes, avec coordination au niveau mondial, en liaison étroite avec les professionnels et notamment les responsables des risques ;
- les règles régissant les marchés et les produits, ainsi que les règles comptables et prudentielles, doivent être ciblées dans leurs objectifs et avoir pour finalité une logique économique réelle et notamment le bon fonctionnement du marché, qui doit rester libre dans sa tâche principale (choix des transactions et liberté des prix) ;
- son champ de mise en œuvre est a priori celui du marché et donc mondial.

1. Un marché et a fortiori ses superviseurs doivent disposer de l'information adéquate sur les produits et les transactions

Il faut en conséquence :

1. Communiquer au marché et a fortiori aux superviseurs toute l'information sur tous les produits et bilans autant qu'elle est nécessaire mais pas plus, pour apprécier la situation des établissements d'un côté, la nature réelle des produits de l'autre et les risques courus ; plus particulièrement, développer la transparence des produits de taux (*fixed income*) notamment issus de la titrisation au sens large (nature des actifs sous-jacents, prix et volumes de transactions etc.) ;
2. Rendre plus transparentes les données sur les transactions et les prix sur les marchés de gré à gré, notamment de dérivés ;
3. Harmoniser au niveau mondial les règles et définitions servant au fonctionnement des marchés (franchissements de seuils, définition des investisseurs avertis, règles régissant les ventes à découvert etc.).

2. Un marché doit faire l'objet d'une réglementation et d'une supervision lui permettant de fonctionner de façon claire, transparente et responsable

Il faut en conséquence :

4. Encadrer les paramètres de fonctionnement du modèle « *originate-to-distribute* » et notamment les conditions d'octroi, de packaging et de distribution ainsi que les incitations des parties prenantes ; encadrer la titrisation en termes de contenu, de gestion du rapport à l'emprunteur et de définition du rôle de l'institution émettrice ; donner des normes minimales au niveau mondial pour la distribution du crédit, notamment hypothécaire ;
5. Profiter chaque fois que possible de la transparence et la sécurité que donnent les marchés organisés d'une part, les systèmes de compensation multilatéraux d'autre part ; en particulier mettre les produits OTC qui le justifient dans un cadre organisé, au niveau de la compensation et/ou du trading, à commencer par les CDSs ;
6. Calibrer mieux le jeu des incitations des opérateurs et notamment leurs rémunérations en termes d'adéquation à la durée des risques et de solidarité avec la solidité de l'institution ; prévoir les dispositifs de gouvernance adéquats pour la définition d'une telle politique de rémunération ;

3. Les concepts régissant les marchés doivent être adaptés pragmatiquement à la réalité de ces marchés, sans en faire des absolus

Il faut en conséquence :

7. Revoir la logique des normes comptables et notamment de la *fair value* en cas de non fonctionnement satisfaisant d'un marché ; admettre que si la définition de ces normes doit être le fait d'autorités indépendantes, ces dernières doivent se soumettre à une double responsabilité : au débat public et politique pour ce qui est du choix de leurs référents conceptuels principaux ; à la consultation, mais surtout à l'écoute effective des professionnels pour la rédaction des normes effectives ; en revanche, ne pas céder sur la nécessité de refléter les réalités économiques et notamment les pertes lorsqu'elles sont avérées.
8. Reconnaître que le concept de marché recouvre des réalités disparates et changeantes, et qu'on ne peut traiter en termes managériaux, réglementaires, prudentiels et comptables de la même façon des marchés organisés, liquides et transparents d'une part ; des marchés de gré à gré, avec peu ou pas de transactions, sur des produits ni fongibles ni très liquides d'autre part ;
9. Accepter en conséquence de favoriser chaque fois que possible le passage de marchés OTC (et/ou de leur compensation) au niveau organisé d'une part (si cela apparaît possible au vu de leur liquidité au moins potentielle et de leur fongibilité) ; leur reclassification en portefeuille de prêts (banking book) d'autre part quand au contraire le marché devient sporadique et non fiable (avec les conséquences que cela implique dans les deux cas sur les plans comptable et prudentiel) ;

10. Revoir conséquemment l'encouragement donné à la concurrence entre organisations de marché (Bourses notamment, post-marché etc.) en vérifiant qu'elle ne débouche pas sur la réduction de la liquidité et/ou de la sécurité ; vérifier les effets de la multiplication des 'dark pools' sur l'intérêt du marché en général.

4. Les établissements participant à un marché doivent être supervisés de façon cohérente avec le rôle qu'ils jouent et les risques qu'ils prennent

Il faut en conséquence :

11. Inclure dans la supervision tous les acteurs du système financier, y compris ceux restant largement à l'extérieur (agences de notation, hedge funds) ; pour les agences, ceci vise leur transparence, la gestion des conflits d'intérêts, et le développement d'alternatives éventuelles⁴ ; pour les *hedge funds*, leurs données de base et éventuellement des ratios ;
12. Inclure dans la supervision et dans les ratios prudentiels tous les produits et facteurs susceptibles d'affecter de façon sensible les résultats et a fortiori la stabilité des établissements financiers, avec des pondérations tenant compte du risque réel tel qu'on peut l'apprécier selon une méthodologie de type Bâle II ; notamment tout le hors-bilan ;
13. Coordonner les règles de la gouvernance d'entreprise sur la politique de risque ;
14. Analyser les effets procycliques de la réglementation comptable et prudentielle et y remédier.

5. La supervision des marchés et acteurs majeurs doit être étroitement coordonnée au niveau international

Il faut en conséquence :

15. Surveiller les groupes financiers internationaux à un niveau plus large, d'abord européen (avec pouvoir de décision du régulateur principalement en charge), puis international (de façon consultative mais néanmoins systématique pour les grandes institutions) ; mieux clarifier les responsabilités en cas de crise sur une institution majeure ;
16. Evaluer les risques que peuvent faire courir au système financier les zones à règles de fonctionnement nettement différentes des marchés principaux, et notamment les centres off-shore et/ou zones à fiscalité basse ; en cas de réponse positive, prendre les mesures incitatives ou réglementaires permettant de réduire ou d'éliminer ces risques ;

⁴ Tout en évitant de leur donner une consécration officielle créatrice d'une fausse sécurité.

17. Clarifier et systématiser le suivi des risques, notamment international, en développant une analyse de risque systémique *ex ante* (notamment des effets de leviers), au niveau national et européen chaque fois que pertinent, et surtout au niveau mondial construire un tableau de bord permettant d'analyser les risques systémiques y compris à probabilité faible.

La question du niveau politique et géographique

Il convient ensuite de déterminer qui prend en charge ces actions et notamment dans quelle mesure il est possible de les voir prises en charge au niveau mondial et comment. C'est en effet le niveau le plus en rapport avec la réalité des marchés mais cela se heurte à des obstacles appréciables.

L'état des lieux au niveau mondial

C'est là que pourrait en principe se situer la nouveauté majeure issue de la crise. Non que la coopération internationale soit inexistante, mais elle a actuellement *deux limites* : d'une part elle est *sectorialisée* (Comité de Bâle, Gafi, OICV/IOSCO, etc.) et donc non intégrée (au Forum de Stabilité Financière – FSF qui coordonne Bâle et l'OICV), de sorte que personne n'a en charge la régulation et supervision d'ensemble. D'autre part et surtout, elle n'a *pas de pouvoir propre* et se borne à proposer des recommandations, avec trop de lenteurs et des blocages fréquents s'il n'y a pas de consensus (ce sont en fait des clubs de régulateurs). Les effets en sont donc variables et relativement limités. Ceci dit le Comité de Bâle, le Gafi et l'OICV notamment montrent qu'on peut parvenir à un degré réel de production de normes communes ensuite déclinées normativement au niveau national (ou européen). Il est en outre à noter que deux nouveaux champs de concertation avaient émergé peu avant la crise avec l'OICV : ce sont la question de la convergence et/ou reconnaissance mutuelle, concernant notamment les marchés financiers, leurs produits, leurs opérations et leurs acteurs ; et d'autre part celle du dialogue de ces différentes organisations avec l'industrie au niveau mondial. A côté des organisations précédentes, qui restent des cénacles de concertation, le FMI est lui une vraie institution internationale, établie et disposant de moyens. Mais son rôle se situe essentiellement au niveau des relations internationales et des monnaies ; il n'intervient guère dans le champ considéré et surtout au niveau des études et analyses, ou d'appréciations pays par pays au niveau de la politique générale suivie. Sa gouvernance est en rapport avec ce rôle.

Les possibilités concrètes

L'AMAFI part des trois constatations suivantes :

- Il importe de prendre le plus possible appui sur les régulateurs effectivement en charge des acteurs comme des marchés et donc de mobiliser ces associations de régulateurs nationaux ou européens que sont l'OICV, le Gafi, les institutions de Bâle et au-delà le FSF. Mais il convient également de mobiliser lorsque c'est approprié l'autorité d'institutions comme le FMI, essentiellement au niveau des équilibres d'ensemble et de l'élaboration des scénarios de risque.

- Compte tenu de la réalité politique et juridique, ainsi que des responsabilités réelles mises en évidence par la crise qui a vu le retour en force des Etats, il semble illusoire de vouloir conférer à ces organismes un pouvoir normatif leur permettant d'édicter des règles pleinement applicables dans les Etats placés sous leur juridiction. En revanche, il faut leur reconnaître de façon encore plus développée qu'aujourd'hui la capacité à élaborer des recommandations qui, sans avoir de force juridique directe, auront de fait une autorité morale et politique considérable comme le montrent les précédents (Bâle, Gafi etc.).
- Enfin la crise présente montre la nécessité d'une gestion politique exemplaire au plus haut niveau de la politique économique et financière suivie, comportant en outre une association large des pays dits émergents à la recherche de solutions.

Compte tenu de la nature des problèmes soulevés, une formule qui pourrait être explorée serait du type suivant : **sous la supervision politique d'un G20 reconnu comme instance majeure de responsabilité du pilotage du système économique et financière mondial**, une institution internationale (le **FMI**) assumerait en sus de ses fonctions actuelles une fonction de **surveillance systémique** (outre les dimensions macroéconomiques que nous ne traitons pas ici). Parallèlement et en coordination avec le FMI, **un FSF étoffé auquel serait reconnu un caractère d'institution** assumerait deux types de responsabilités et serait doté des pouvoirs correspondants. Ce serait d'une part l'élaboration par les institutions spécialisées (OICV, Bâle, Gafi etc.) de **normes** qui devraient constituer une recommandation quasi-impérative pour leurs destinataires. Et d'autre part la mise en place de **collèges de régulateurs** qui prendraient en charge les institutions d'importance mondiale. La consultation de l'industrie se pratiquerait à ces différents niveaux.



REFORMING THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM

**Analysis and proposals
by Association Française des Marchés Financiers
(AMAFI)**

The global financial system is in the midst of a huge crisis that many are comparing to that of 1929, at least in terms of severity. There is universal agreement on the need for far-reaching reforms, to be discussed at a cycle of international conferences that began with the G20 summit on 15 November. The G20 will meet again by 30 April 2009 to review implementation of the principles and decisions agreed on at the November meeting.

Association Française des Marchés Financiers (AMAFI) is the industry group that speaks for all financial market participants in France, from professionals operating on cash and derivatives markets for equities, fixed income products and commodities, to market infrastructure providers including trading platforms, clearing houses and settlement systems. Amid the dramatic consequences of the crisis, AMAFI believes that this may be a welcome opportunity to revisit some of the rules that govern financial markets and their participants.

Backgrounder: analysing the crisis

While not claiming to offer an exhaustive analysis of the crisis and its causes, this paper does stress a number of points, starting with the fact that the immediate cause was the origination and distribution of subprime mortgages on the US market. These loans were repackaged as securitisations and then transformed into increasingly complex financial instruments, such as collateralised debt obligations (CDOs) and collateralised mortgage obligations (CMOs), which were then divided into tranches, many of which enjoyed excellent ratings (AAA and the like).

The spread of these mechanisms and similar instruments used with other types of debt securities and assets was fuelled by the idea that they distributed risk more effectively. One immediate benefit was that banks were able to remove these instruments from their balance sheets and thus continue financing economic growth. And there seemed to be no significant drawbacks, since it was assumed at the same time that the investors who acquired the securitised assets did so on the basis of an informed risk/reward decision.

This model, considerably expanded from the 2000s onwards, appeared to work until August 2007, when the crisis erupted, revealing a series of deep cracks. Most of these have been now clearly exposed:

- the risks involved in the initial distribution of credit were excessive and poorly understood;
- financial instruments were insufficiently transparent or over-complex;
- credit ratings were not reliable enough, especially since they more or less replaced proper credit analyses by investors;
- bank intermediaries maintained very high risk in various areas, including trading portfolios, reputational risk, and special-purpose vehicles that had to be re-consolidated;
- liquidity in secondary markets, previously very low, dried up altogether⁵;
- mark-to-market valuation collapsed as this approach turned out to be disconnected from the actual underlyings.

As a result, bank liquidity became alarmingly scarce, several leading institutions failed, the business model of the major independent investment banks collapsed, and the economic crisis accelerated sharply and spread beyond the financial sector.

In this brief overview, it is important to properly grasp the areas of weakness.

- **First and foremost, this is essentially a credit crisis**, a classic occurrence when there is monetary growth and plentiful liquidity. In this case, the US economy's addiction to debt exacerbated the situation. Paradoxically, this credit crisis has been especially damaging for investment banks, which were not designed or regulated for this sort of activity.
- The problems were made much worse by a **blind faith in the possibilities of what was wrongly called the market**, even though the affected products never had a significant secondary market (which makes them radically different from conventional listed instruments).
- Across the board, trust was placed in the false security provided by ratings that measured credit risk (at best) rather than liquidity risk.
- To put it another way, **this type of activity is inherently different from the conventional financial market**. In this instance, standard loans were repackaged in complex and non-transparent new forms. Additionally, this approach was both facilitated and sharply accelerated by prudential and accounting rules, the former encouraging regulatory arbitrage in favour of non-transparency (Basel I), and the latter leading to major **procyclicality** through **indiscriminate marking to market of products** (due to FAS and IFRS standards) **for which there was no real market**.
- **Pay** for traders was a compounding factor, in situations where these arrangements were disproportionate and concentrated on the short term, while the risks could by nature only be assessed in the long run.

⁵ Including when those who were supposed to ensure liquidity were also originating and placing the instruments.

The finger has also been pointed at a number of other factors that, while prominent over the period, did not actually play a major role in the crisis.. Here are three examples:

- **Hedge funds:** these vehicles **did not have a systemic impact**; at most, the gradual reduction of their assets as investors and financing withdrew, put some downward pressure on stockmarket prices.
- **Speculation: the products concerned by the crisis were not subject to major speculation moves**, because they had extremely inactive secondary markets.
- **Short-selling** had little impact, except in a few instances where joint action or disorderly bandwagon effects may have been at work. At most, this had an exacerbating effect that caused market prices to fall.
- **Offshore centres and tax havens had no appreciable impact.**
- Derivative products also caused some legitimate concerns, because their scale may pose major risk. But not in connection with this crisis.

This is not to say that a discussion is not needed on all these points – far from it – but for other reasons.

Lessons from the crisis: there are markets and markets

The international financial community has been engaged in an intense round of discussions since August 2007. This has brought several documents that make a major contribution⁶ on possible improvements to existing mechanisms. But in the light of the above, we must go further and take a reality check. As our starting point we shall take the model that we consider – based on our experience and reasoning – the reference for a well-functioning market, namely the **organised-market model**.

Here, orders for products subject to regular, regulated disclosures and numerous competing financial analyses are matched actively and continuously, offering a substantial level of liquidity. Consequently, the matching of buy/sell orders has an indicative value that is truly representative of the opinions of finance professionals. It is on markets such as these⁷ that a free-market economy continually compares different economic projects and investment proposals that are will to build the future economy and compete for the savings that they simultaneously encourage. These sorts of markets never lost their core function or their liquidity during the crisis, although this does not mean that they could not be made more secure and stable.

⁶ Particularly by the Financial Stability Forum and the IIF.

⁷ Which include not just equity and bond markets, but also all markets for products that are sufficiently uniform and plentiful to be brought together, such as most of the major commodities, as well as the main futures and standard derivatives, particularly options, which are also listed on exchanges. Such markets, and the abovementioned organised markets, may then provide a base for more complex over-the-counter derivatives, such as bespoke options and equity derivatives.

Other businesses that came to be called "financial market activities" do not possess all these qualities. These include the structured products at the root of the crisis, the market of which is very different make-up from the above mentioned financial markets and do not look bound to change. Others, however, lie somewhere in-between and could – and now therefore should – be brought closer to the organised market model, either for trading or clearing. This is of course the case for credit default swaps (CDSs) but doubtless for other interest rate products too.

In any event, **we must dispel the false notion that all markets are equal. It is vital that different "markets" be treated differently, notably from the managerial, prudential and accounting perspectives.** This is what we propose to examine in greater detail. We will talk essentially about areas where action is required and propose market measures, before briefly discussing which institutions could be in charge of these efforts and at which levels they need to be involved.

Areas where sector action is required and necessary measures

In our view, regulation must comply with the following principles and:

- be based on principles that are grounded on industry best practice, avoiding the illusion of exhaustive regulations, in order to emphasise cooperation, vigilance and accountability;
- use flexible, professional resources wherever possible, particularly industry standards such as codes of conduct;
- reflect the diverse range of participants and business models, making particularly sure not to hinder the emergence of new participants, who drive innovation and promote competition;
- be prepared and monitored by the competent authorities, with global coordination, in close partnership with professionals, especially risk managers;
- the rules governing markets and products, and accounting and prudential rules, should have targeted objectives and be guided by a real economic rationale and not ideology; in particular, they should be designed to deliver an orderly market that is free to pursue its primary task (choice in transactions, freedom of prices);
- the scope of implementation should in principle be that of the market and thus global.

1. A market, and especially its supervisors, should have adequate information about products and transactions

Necessary measures:

1. Provide the market, and more importantly market supervisors, with all product and balance sheet information that is needed (but no more than that) to assess the position of institutions and the real nature of products, as well as risk exposure. Specifically, more transparency is needed for fixed income products, particularly those created by securitisation in the broad sense (nature of underlying assets, transaction prices and volumes, and so on);
2. Make data on transactions and prices on over-the-counter markets more transparent, particularly in the case of derivatives;
3. Harmonise market operating rules and definitions at global level, e.g. major holdings, definition of qualified investors, and short-selling rules.

2. A market should be regulated and supervised in a way that enables it to function in a clear, transparent and accountable fashion

Necessary measures:

4. Set operating parameters for the originate-to-distribute model, particularly requirements for granting, packaging and distributing loans, as well as incentives for the parties involved; provide a framework for securitisation that covers content and management of relations with the borrowers and defines the role of the issuing institution; set minimum global standards for credit distribution, particularly mortgages;
5. Wherever possible, take advantage of the transparency and security offered by organised markets and multilateral clearing systems; in particular, set up organised clearing and/or trading frameworks for OTC products that warrant this type of treatment, starting with CDSs;
6. Organise traders' incentives, particularly pay arrangements, more effectively to ensure that they adequately reflect the duration of risks and promote the soundness of the institution; provide adequate governance mechanisms to determine such pay policies;

3. Pragmatic adjustments need to be made so that market concepts reflect market reality, without turning them into absolutes

Necessary measures:

7. Rethink the rationale behind accounting standards, particularly fair value measurement in ill-functioning markets; accept that while independent authorities should be responsible for establishing these standards, these entities should be subject to dual accountability (a public and political debate should be held on the main conceptual underpinnings; and the industry should be consulted with – and, more importantly, heard – when it comes to drafting standards); but do not give ground on the basis requirements that they reflect the real economic situation and especially identified losses.
8. Recognise that the market concept encompasses a broad range of variable situations, and that the managerial, regulatory, prudential and accounting treatment for liquid and transparent organised markets is not appropriate for OTC markets with few or no transactions in products that are neither fungible nor liquid;
9. Accordingly, agree to work wherever possible to move OTC markets (and/or clearing for these markets) to an organised framework, if that seems possible given their potential liquidity and fungibility; but allow for reclassification in the banking book when the market becomes sporadic and unreliable; with the accounting and prudential consequences that this implies in both cases;

10. Review as a consequence the support given to competition between market facilities (particularly exchanges, post-trade, etc.) to ensure that this does reduce liquidity and/or security; assess how the increased use of dark pools has impacted the market's interest generally;

4. Market participants should be supervised in a way that is consistent with their role and the risks they take

Necessary measures:

11. All financial system participants should be supervised, including those that are mostly outside the system, such as rating agencies and hedge funds; in the case of agencies, emphasis should be placed on their transparency, management of conflicts of interest, and the potential development of alternatives⁸; in the case of hedge funds, the focus should be on their core data and potentially ratios;
12. Include in supervision and in prudential ratios all products and factors that could materially impact the earnings and especially the stability of financial institutions, with weightings that reflect real risk as when using a Basel II-type methodology; particular attention should be paid to all off-balance sheet factors;
13. Coordinate corporate governance rules on risk policies;
14. Analyse and correct the procyclical effects of accounting and prudential regulations.

5. Supervision of markets and major participants should be closely coordinated at international level

Necessary measures:

15. Supervise international financial groups on a broader basis, first at European level (with decision-making powers assigned to the lead regulator), and then at international level (on a consultative but systematic basis for large institutions); clarify responsibilities in the event of a crisis at a major institution;
16. Assess the potential risks to the financial system posed by zones with very different operating rules from the main markets, and especially offshore centres and/or low-tax zones; where appropriate, introduce incentives or take regulatory measures to reduce or eliminate these risks;

⁸ Though not giving them an official endorsement that would create false security.

17. Establish a clearer, systematic risk monitoring framework, particularly at international level, by promoting ex ante analyses of systemic risk (particularly leverage); create a scoreboard that can be used at domestic and European level whenever appropriate, and particularly at global level, to analyse systemic risks, even those with a low likelihood of occurrence.

Identifying the right political and geographical level

The next task is to determine who should be in charge of these measures, and particularly to what extent and how they could be handled at global level. This is the level that best reflects market reality, but there are significant hurdles.

Situation at global level

In principle, the biggest changes to emerge from the crisis could come at this level. This is not to say that there has been no international cooperation, but these efforts run up against **two limitations**:

- cooperation is broken up into different **sectors** (Basel Committee, FATF, IOSCO, etc.) and is thus not integrated (except for the Financial Stability Forum, which coordinates Basel and IOSCO), with the result that nobody is in charge of overall regulation and supervision;
- Second, and more importantly, these cooperative forums have **no powers of their own** and can only make recommendations; as a result, progress is slow and sticking points frequently arise if there is no consensus (basically, these forums are associations of regulators).

The resulting effects are thus variable and relatively limited. That said, the Basel Committee, the FATF and IOSCO in particular have shown that it is possible to produce common standards that are then adapted and deployed at domestic (or European) level. Furthermore, it is noteworthy that IOSCO began two new areas of shared work shortly before the crisis, on the question of convergence and/or mutual recognition, particularly with respect to financial markets, their products, transactions and participants, and on dialogue between these different organisations and the industry at global level.

Alongside these organisations, which remain forums for cooperation, the IMF is a bona fide, established and well-resourced international institution. However, its role is primarily focused on international relations and currencies. The IMF is not particularly involved in the area in question, and mainly deals with research and analysis, or country-by-country assessments of overall policy. Its governance reflects this role.

Practical possibilities

AMAFI is using the following three statements as a starting point:

- It is important to rely as far as possible on regulators that are actually in charge of participants and markets, and hence to involve associations of national and European regulators, such as IOSCO, the FATF, the Basel institutions and, beyond that, the FSF. But where appropriate, it is also important to bring in institutions such as the IMF, chiefly when it comes to questions of overall equilibrium and the assessment of risk scenarios.

- Given the political and legal situation, as well as the responsibilities highlighted by the crisis, which has seen States take back a bigger role, it is illusory to want to give these organised standard-setters powers to elaborate international law. But there needs to be greater acknowledgement of their ability to draw up recommendations that may not have direct legal force, but carry considerable moral and political authority, as has been shown in the past (Basel, FATF, etc.).
- The current crisis demonstrates the need for exemplary political handling of economic and financial policy at the highest level, including broader involvement of emerging countries in efforts to identify solutions.

Given the nature of the issues raised, there is one solution that could be explored: an international institution (the **IMF**) could take on, in addition to its current functions, the task of **systemic supervision** (in addition to macroeconomic aspects, which we do not deal with here).

At the same time, and in coordination with the IMF, the **FSF could be strengthened and recognised as an institution** with two sets of responsibilities and corresponding powers: these responsibilities would include the preparation by specialised institutions (IOSCO, Basel, FATF, etc.) of **standards** that would act as near-binding recommendations; and the creation of **colleges of regulators** to supervise institutions with global reach. Industry would be consulted at each level.

They would **operate under the political supervision of the G20, which would be recognised as the key body with responsibility for supervising the global economic and financial system.**

